

NORGES OFFENTLIGE UTREDNINGER

NOU 1996:2

Verdipapirhandel

Innstilling II
fra Verdipapirhandellovutvalget oppnevnt ved kongelig resolusjon 31. januar 1994.

Avgitt til Finans- og tolldepartementet 19. desember 1995.

STATENS FORVALTNINGSTJENESTE
STATENS TRYKNING

OSLO 1995

Til Finans- og tolldepartementet

Verdipapirhandellovutvalget legger med dette frem sin avsluttende innstilling om revisjon av lov 14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel.
Utvalgets innstilling er enstemmig

Oslo, 19. desember 1995

A.C. Stray Ryssdal leder
Jan Bjørland
Tharald Brøvig
Eirik Bunæs
Arnhild Dordi Gjønnes
Gunnvald Grønvik
Tom Hugo-Sørensen
Nina Lohne
Per Broch Mathisen
Tonje Meinich
Marius Ryel
Alf A. Hageler
Torill Wergeland
Cecilie Ask
Ellen C. Solberg

KAPITTEL 1

Innhold og sammendrag

1.1 UTVALGETS MANDAT OG SAMMENSETNING

Verdipapirhandellovutvalget ble oppnevnt ved kongelig resolusjon 31. januar 1994. Utvalget ble gitt følgende mandat:

> «Utvalget skal vurdere verdipapirhandelloven med sikte på modernisering, samordning og revisjon.
>
> Det skal foretas en lovteknisk gjennomgåelse med sikte på en samordning av lovgivningen herunder forskrift gitt i medhold av verdipapirhandelloven.
>
> Det er behov for at lovgivningen vurderes i lys av den internasjonalisering som er foregått i verdipapirmarkedet, samt de erfaringer som foreligger med dagens regler. Det er et mål at lovgivningen får en mest mulig langsiktig og generell karakter. Den bør gi rom for nødvendige tilpasninger til endrede forhold.
>
> Utvalget skal utrede hensiktsmessigheten av og behovet for at fondsmeglerforetak har enerett på å opptre som mellommann mot godtgjørelse ved verdipapirhandel.
>
> Utvalget skal foreta den nødvendige avgrensning i sitt arbeid i forhold til spørsmål som nylig har vært realitetsbehandlet eller utredet. Forsåvidt gjelder spørsmål som nylig har vært realitetsbehandlet vises det spesielt til de nylig vedtatte reglene om innsidehandel og emisjonskontroll. Forsåvidt gjelder utredninger vises det spesielt til NOU 1991:25 om lånefinansierte selskapsovertakelser.
>
> Lovgivningen skal vurderes i forhold til de relevante EF-direktivene.
>
> Utvalget skal utrede de økonomiske-administrative konsekvensene av de forslag som fremmes.
>
> Utvalget skal avgi en delutredning om fondsmeglerforetakenes rammebetingelser og virksomhet, jf. verdipapirhandellovens kapittel 3 (om fondsmegling) og kapittel 4 (om verdipapirhandel gjennom fondsmeglerforetak) innen 10. september 1994.
>
> Utvalget skal avgi sin endelige utredning innen 30. juni 1995.
>
> Utvalget skal avgi sin utredning til Finansdepartementet. Finansdepartementet skal holdes orientert om utvalgets arbeid. Finansdepartementet kan gjøre endringer, utdypninger og tillegg i mandatet.»

Finansdepartementet har i brev av 1. november 1994 antatt at utvalget også bør vurdere hvorvidt opsjoner og terminer på råvarer bør reguleres med hjemmel i verdipapirhandelloven.

Verdipapirhandellovutvalget avga sin første utredning om Investeringsforetak til Finansdepartementet 16. desember 1994. Utredningen er trykket som NOU 1995:1 Investeringsforetak. Utredningen inneholder forslag til nye regler om tillatelse til å yte investeringstjenester og fondsmeglerforetaks (investeringsforetaks) virksomhet.

I denne utredningen, Verdipapirhandellovutvalgets andre utredning, behandles verdipapirhandellovens alminnelige bestemmelser. Verdipapirhandellovutvalget har ved arbeidet med denne utredningen hatt følgende medlemmer:

–Advokat dr. juris Anders Chr. Stray Ryssdal (leder)
–Ekspedisjonssjef Jan Bjørland, Finansdepartementet
–Administrerende direktør Per Broch Mathisen, Norges Fondsmeglerforbund

–Skipsreder Tharald Brøvig, Norges Rederiforbund
–Avdelingsdirektør Eirik Bunæs, Kredittilsynet
–Advokat Arnhild Dordi Gjønnes, Næringslivets Hovedorganisasjon
–Assisterende direktør dr. polit. Gunnvald Grønvik, Norges Bank
–Direktør Alf A. Hageler, Den norske Bankforening og Sparebankforeningen i Norge
–Avdelingsdirektør Tom Hugo-Sørensen, Nærings- og energidepartementet
–Assisterende direktør Nina Lohne, Den norske Bankforening
–Førstekonsulent Tonje Meinich, Justisdepartementet
–Advokat, tidligere direktør ved Oslo Børs Marius Ryel,
–Advokat Torill Wergeland, Norges Forsikringsforbund

Rådgiver Cecilie Ask, Finansdepartementet og advokatfullmektig Ellen C. Solberg, (tidligere inspektør i Kredittilsynet) har vært lovutvalgets sekretærer.

1.2 UTVALGETS ARBEID

Verdipapirhandellovutvalget har hatt 24 møter i perioden fra 30. januar til 19. desember 1995. Det er avholdt et to-dagers seminar med representanter fra Økokrim, Oslo Børs, Norsk Opsjonssentral, meglerbransjen og advokatbransjen. I tillegg er det avholdt et seminar om derivater, der Statnett Marked A/S orienterte om kraftderivatmarkedet og representanter for den svenske Finansinspektionen orienterte om svensk regelverk. Lovutvalgets leder og sekretariat har gjennomført en 2-dagers befaring i London og en 3 dagers befaring i New York og Washington, der ulike reguleringsspørsmål ble drøftet med representanter for børsene og tilsynsmyndighetene.

Utvalget har mottatt bistand fra Oslo Børs, Norges Fondsmeglerforbund, Kredittilsynet og Norges Bank til utarbeidelse av *"Økonomisk bakgrunn for regulering av verdipapirmarkedene"* i kapittel 2 om økonomisk bakgrunn for regulering av verdipapirmarkedene. En arbeidsgruppe med representanter fra de nevnte institusjonene har bestått av Per Anders Brodin, Morten Larsen, Bent Vale og Jens Vig jr.

Utvalget har innhentet en betenkning fra Erik T. Huitfeldt om amerikansk verdipapirrett. Betenkningen følger som vedlegg 1 til innstillingen. Huitfeldt er advokat i firmaet Nixon, Hargrave, Devans & Doyle i New York. Han var tidligere leder av Kredittilsynets verdipapirseksjon.

1.3 SAMMENDRAG

Verdipapirhandellovutvalget fremlegger i denne utredningen forslag til endringer i lov 14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel. Forslaget skal erstatte lovens kapittel 1 (alminnelige bestemmelser), kapittel 2 (om emisjoner) og kapittel 2a (opsjoner til verdipapirer, terminer). I tillegg foreslås det enkelte endringer i lovens regler om tilsyn og sanksjoner.

Utvalgets forslag bygger på de forslag som er fremsatt i NOU 1995:1. Disse forslagene er i hovedsak lagt til grunn i Ot.prp. nr. 15 (1995-96) om lov om endringer i lov 14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel mv. Som det fremgår av proposisjonens tittel er det der lagt opp til endringer i gjeldende lov. På bakgrunn av disse endringene, samt de endringer som foreslås i denne utredningen, anser utvalget det mest hensiktsmessig om det gis en ny lov. Utvalget har derfor utarbeidet både forslag til endringer i gjeldende lov og et nytt samlet lovutkast. Begge forslag bygger på de endringsforslag som følger av Ot.prp. nr. 15 (1995-96). Utvalget har lagt til grunn at en ny lovs betegnelse fortsatt bør være lov om verdipapirhandel. Det vises til at

dette er en innarbeidet betegnelse. Selv om den sentrale samlebetegnelse i loven er finansielle instrumenter, anses det derfor ikke forbundet med problemer å beholde dagens navn på loven. Det vises for øvrig til at dette er den løsning som også er valgt i svensk lovgivning.

Utvalget har for øvrig foreslått at fondsmeglerforetak i fremtiden betegnes som investeringsforetak. I Ot.prp. nr. 15 er det foreslått å benytte betegnelsen verdipapirforetak. Utvalget vil derfor benytte betegnelsen verdipapirforetak i denne utredningen.

1.3.1 Lovens formål og virkeområde

Utvalget foreslår at det tas inn en formålsbestemmelse i verdipapirhandelloven. Det foreslås at lovens formål skal være å legge til rette for effektiv, sikker og ordnet handel i finansielle instrumenter.

Det foreslås enkelte presiseringer av lovens stedlige og saklige virkeområde. De lovendringer utvalget foreslår bygger fortsatt på det utgangspunkt at loven skal omfatte omsetning av finansielle instrumenter i Norge. Regler til beskyttelse av det norske markedet vil også komme til anvendelse overfor utenlandske investorer som handler i det norske markedet, og i noen grad på handler foretatt i utenlandske markeder. Når det gjelder bestemmelser som i dag knytter seg til børsnoterte verdipapirer eller verdipapirer som er gjenstand for alminnelig omsetning, foreslår utvalget at disse i fremtiden knyttes til verdipapirer notert på norsk børs. For det tilfelle at det i fremtiden opprettes andre regulerte markeder i Norge, foreslår utvalget at de av lovens bestemmelser som gjelder finansielle instrumenter notert på norsk børs, kan gis tilsvarende anvendelse for finansielle instrumenter som omsettes i andre regulerte markeder i Norge.

Utvalget foreslår forøvrig at det kan gjøres unntak fra enkelte av reglene om rammebetingelser for fondsmeglervirksomhet, der norske verdipapirforetak driver virksomhet i utlandet gjennom filial.

1.3.2 Innsidehandel

Utvalget foreslår en videreføring av forbudet mot innsidehandel, med enkelte presiseringer. Det foreslås ingen lempning i strafferammen. Blant annet foreslår utvalget at forbudet i tillegg til å ramme den som foretar kjøp og salg, også gis anvendelse for tilskyndelse til kjøp og salg. Videre foreslås enkelte presiseringer som følge av ny definisjon av finansielle instrumenter og verdipapirer. Forbudet vil gjelde børsnoterte finansielle instrumenter samt ikke standardiserte opsjoner med slike finansielle instrumenter som underliggende.

I samsvar med gjeldende regelverk foreslår utvalget at de såkalte primærinnsidere pålegges en særlig aktsomhetsnorm når de handler verdipapirer utstedt av selskapet. Det er behov for en bestemmelse for ledende ansatte og tillitsmenn som fastlegger de særlige krav som må stilles til deres handlemåte. Det er imidlertid utvalgets syn at dagens undersøkelses- og klareringsplikt i praksis ikke har vist seg hensiktsmessig i forhold til de motiver som lå til grunn for bestemmelsene. Bestemmelsene er for tyngende i forhold til den kontroll-effekt de synes å gi. Utvalget foreslår derfor at undersøkelses- og klareringsplikten erstattes av en særlig aktsomhetsplikt for primærinnsidere.

Handleforbudet for primærinnsidere i visse perioder, foreslås opphevet. Det er utvalgets syn at bestemmelsen vanskeliggjør investorers mulighet til å være aktive eiere, idet den medfører at primærinnsidere må avstå fra å handle minst fem måneder i året. Det kan svekke norske foretaks evne til å rekruttere særlig kvalifiserte sty-

remedlemmer. Videre er det lagt vekt på at den informasjon som fremkommer i regnskaper ofte vil være i samsvar med markedets forventninger og derfor relativt sjelden påvirker kursen vesentlig. Utvalget legger til grunn at andre forhold enn regnskapsfremleggelse, f.eks. inngåelse av store kontrakter, fusjoner og oppkjøpstilbud, vil ha vel så stor betydning for kursen på verdipapirene. Det er således utvalgets oppfatning at fordelene vunnet ved et handleforbud i praksis ikke kan sies å ha oppveiet ulempene ved regelen.

Utvalget foreslår å videreføre gjeldende regler om taushetsplikt og rådgivningsforbud, men med enkelte presiseringer. Bestemmelsene er indirekte virkemidler for å hindre innsidehandel og således av forebyggende karakter.

Innsideregelverket er i stor grad rettet mot primærinnsidere. For å sikre større grad av balanse i regelverket foreslår utvalget innført et krav om rapporteringsrutiner for utstederforetak forsåvidt gjelder eksterne rådgivere e.l. som mottar fortrolig informasjon som kan være kursrelevant. Utvalget har lagt til grunn at notoritet om hvem som som har fått informasjon i det enkelte tilfelle, vil lette håndhevingen av forbudet mot innsidehandel. Videre kan et slikt krav til rapportering bidra til at sekundærinnsidere opptrer mer forsiktig og således ha en preventiv effekt.

1.3.3 Meldepliktig verdipapirhandel

Meldepliktsreglene sikrer at verdipapirmarkedet og myndighetene får opplysninger om den handel med selskapets verdipapirer som sentrale personer i selskapet foretar. De gjeldende meldpliktsregler fremgår i dag av aksjeloven og verdipapirhandelloven. Utvalget har lagt til grunn at meldepliktsregler som bedrer informasjonen til markedet vedrørende primærinnsideres handel i selskapets verdipapirer, bør effektiviseres. Det foreslås at meldepliktsbestemmelser som gjelder børsnoterte foretak, i fremtiden fremgår samlet av vphl. Dagens ordning hvor melding gis henholdsvis månedsvis eller hver annen eller tredje måned anses lite hensiktsmessig. Utvalget har derfor foreslått at melding skal gis omgående. For at meldeplikten ikke skal bli unødvendig tyngende har utvalget foreslått at meldeplikten begrenses til egenkapitalinstrumenter og opsjoner og rettigheter knyttet til slike, samt at departementet i forskrift kan fastsette unntak for kjøp og salg av verdipapirer under et fastsatt minstebeløp.

1.3.4 Regler om forretningsmetoder og kursmanipulasjon

For å sikre en ordnet og effektiv verdipapirhandel er det viktig at regelverket har til hensikt å påse at alle markedsaktørene opptrer på en måte som ikke undergraver tilliten til markedet. Utvalget har lagt til grunn at det også i fremtiden vil være behov for generelle etiske standarder som retter seg mot andre aktører enn verdipapirforetakene, og foreslår å videreføre både verdipapirhandellovens krav til god forretningsskikk og forbud mot urimelige forretningsmetoder.

Generalklausulene bør etter utvalgets syn forbeholdes adferd som ikke så lett lar seg beskrive i en lovtekst eller kun skjer sporadisk. Utvalget foreslår på denne bakgrunn at generalklausulene suppleres og presiseres med en egen bestemmelse om forbud mot kursmanipulasjon. En forutsetning for et effektivt verdipapirmarked er at aktørene har tillit til at handelen skjer til kurser som reflekterer de reelle markedsforhold. Kursmanipulasjon kan føre til at investorene får redusert tillit til prisdannelsen i verdipapirmarkedet. Lovtekniske og håndhevingstekniske hensyn taler etter utvalgets syn for at kursmanipulasjon reguleres direkte, og således kommer i tillegg til generalklausulene. Et spesifisert og straffebelagt forbud mot kursmanipulasjon, vil trolig også kunne ha en preventiv effekt. Det er ved utformingen av for-

budet lagt vekt på å gi bestemmelsen et klarest mulig anvendelsesområde. Forbudet skal ramme de handlinger hvor det søkes å uredelig påvirke prisen, eksempelvis ved fiktive handler eller ved spredning av uriktige og villedende opplysninger.

1.3.5 Flaggingsplikt

Gjeldende regler om flaggingsplikt ved erverv og avhendelse av større aksjeposter foreslås i hovedsak videreført. Regler om flagging ved erverv av rettigheter til aksjer, som i dag er fastsatt i forskrift, foreslås tatt inn i loven.

Grensene for utløsning av flaggingsplikt foreslås fastsatt til 10 pst., 20 pst., 1/3, 50 pst., og 2/3. Grensene på 20 pst., 1/3 og 2/3 erstatter dagens grense på 25 pst. og 75 pst. Utvalget har lagt til grunn at en grense på 1/3 og 2/3 vil gi markedet bedre informasjon om når kontrollen over selskapet er i ferd med å skifte.

Utvalget foreslår en videreføring av gjeldende bestemmelser om flaggingsplikt ved erverv av rettigheter til aksjer i form av opsjoner, tegningsretter og konvertible obligasjoner. Flaggingsplikten foreslås opphevet forsåvidt gjelder andre avtalte begrensninger i en aksjeeiers rådighet over aksjer, eksempelvis panterettigheter, løsningsretter eller forkjøpsretter.

1.3.6 Opplysningsplikt for foretak

Utvalget foreslår å oppheve verdipapirhandellovens bestemmelse om børsnoterte foretaks plikt til å offentliggjøre konkrete forhold av betydning for kursen på verdipapirene. Bestemmelsen anses ikke nødvendig i tillegg til børsloven § 4-7 og de nærmere regler som er fastsatt i børsforskriften. Utvalget har lagt til grunn at bestemmelser om børsnoterte foretaks informasjonsplikt har en naturlig plass i børslovgivningen.

1.3.7 Tilbudsplikt og regler om frivillige tilbud

Utvalget legger til grunn at det fortsatt er behov for regler om tilbudsplikt med sikte på å sikre likebehandling samt hindre at minoritetsaksjonærene i et overtatt selskap lider økonomiske tap som følge av selskapsovertakelsen.

Reglene om tilbudsplikt foreslås skjerpet ved at prosentgrensen for utløsning av tilbudsplikt senkes fra 45 pst. til 40 pst. Utvalget har i denne forbindelse lagt vekt på at endringer i lov- og vedtektsbestemte stemmerettsbegrensninger, og tendenser til økning i utenlandske aksjonærers andel av aksjer i norske selskaper samt forvalterregistrerte aksjer, vil kunne føre til at kontroll i selskapet kan erverves på lavere nivå enn tidligere. Tilbudsplikten blir derfor enda viktigere av hensyn til minoritetsaksjonærene i selskapet.

Tilbudsplikt foreslås som etter gjeldende regler, å inntre for den som *gjennom erverv* blir eier av børsnoterte aksjer som representerer mer enn 40 pst. av stemmene i selskapet. Utvalget foreslår imidlertid et unntak for erverv i form av arv, gave og skifteoppgjør. For å hindre eventuelle forsøk på omgåelse av reglene, foreslås det at børsen i særlige tilfelle kan pålegge tilbudsplikt også ved denne type erverv. Utvalget foreslår videre et unntak fra reglene der grensen for tilbudsplikt overskrides ved mottak av vederlagsaksjer i forbindelse med fusjon eller fisjon.

I tilfelle tilbudspliktgrensen er overskredet som følge av ervervstyper det er gjort unntak for, foreslås det at etterfølgende erverv skal utløse tilbudsplikt. Tilsvarende gjelder for aksjonærer som innehar mellom 40 pst. og 45 pst. ved reglenes ikrafttredelse.

Avtaler om rettigheter til kjøp av aksjer bør etter utvalgets syn ikke omfattes av tilbudsplikten. Dersom avtalen reelt og økonomisk sett må regnes som et erverv av aksjene, foreslås det imidlertid at børsen kan pålegge tilbudsplikt.

Utvalget foreslår en klargjøring av lovens konsolideringsbestemmelse. Blant annet foreslås det at konsolidering på bakgrunn av samarbeid med andre aksjonærer, bare skal foretas der det må antas å foreligge et forpliktende samarbeid når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som aksjonær. Tilbudsplikt vil ikke utløses som følge av konsolideringen i seg selv. Et hvert senere erverv som øker den konsoliderte gruppens samlede antall aksjer, vil medføre tilbudsplikt. Også interne overføringer i gruppen foreslås å utløse tilbudsplikt dersom overføringen medfører at erververen alene eller sammen med èn eller flere av de øvrige deltakerne i gruppen passerer tilbudspliktgrensen som følge av ervervet.

Enkelte indirekte erverv foreslås å utløse tilbudsplikt. Dette gjelder ved erverv av mer enn 50 pst. av aksjene i et selskap hvis vesentligste virksomhet består i å eie aksjer i et børsnotert selskap. Tilsvarende foreslås tilbudsplikt å kunne utløses ved erverv av andel i ansvarlig selskap der de eneste andelshaverne er vedkommende selv og personer vedkommende skal konsolideres med.

Gjeldende bestemmelser om at det i et pliktig tilbud kan tas forbehold om at tilbyder blir eier av minst 2/3 av stemmene i selskapet, foreslås opphevet. Utvalget legger til grunn at hensynet til tilbyder er tilstrekkelig ivaretatt ved at vedkommende kan ta konsesjonsforbehold og andre forbehold i et frivillig tilbud.

Utvalget foreslår at tilbudsprisen som i dag fastsettes til den høyeste kurs tilbyder har betalt 6 måneder før tilbudet. Dersom markedsprisen på det tidspunkt tilbudsplikten utløses klart anses høyere, foreslås det at denne legges til grunn for tilbudsprisen.

Det foreslås enkelte særlige plikter for målselskapet i tilbudsperioden. Selskapets styre skal etter forslaget avgi en uttalelse om tilbudet. Selskapets styre eller daglige leder skal ikke kunne treffe vedtak om utstedelse av finansielle instrumenter, fusjon, eller kjøp eller salg av vesentlige virksomhetsområder. Et unntak gjelder der styrets fullmakt uttrykkelig er angitt å skulle benyttes i situasjoner der det foreligger et oppkjøpstilbud.

Frivillige tilbud foreslås å følge enkelte av de samme reglene som pliktige tilbud, der tilbudet gjelder kjøp av så mange aksjer i et børsnotert selskap at tilbudsplikt vil inntre hvis tilbudet aksepteres av de som kan benytte det. De regler som foreslås gitt tilsvarende anvendelse er reglene om opplysninger i tilbudsdokument, børsens godkjennelse av tilbudsdokumentet og uttalelse fra selskapets styre.

1.3.8 Prospektkrav ved offentlige tilbud om kjøp eller tegning av finansielle instrumenter

Utvalget foreslår regler om offentlige innbydelser til tegning av verdipapirer og offentlige innbydelser til kjøp av verdipapirer som ikke er børsnotert. Endringen er foreslått på bakgrunn av de forpliktelser som følger av EØS-avtalen.

Gjeldene krav til tegningsinnbydelse foreslås fullt ut erstattet med prospektkrav.

Prospektkravene vil gjelde første gangs tilbud om tegning av omsettelige verdipapirer når tilbudet er rettet til flere enn 50 personer i det norske verdipapirmarkedet og gjelder et beløp større enn 40.000 ECU. Tilsvarende gjelder ved første gangs tilbud om kjøp av omsettelige verdipapirer som ikke er børsnoterte. Dersom tilbud om kjøp av aksjer fremsettes før det er gått 3 måneder fra aksjene ble utstedt, gjelder prospektkravene også der de aktuelle aksjene er børsnotert.

Det foreslås unntak fra prospektkravene for:

–profesjonelle investorer som er registrert hos børsen
–tilbud der verdipapirene bare kan erverves mot et vederlag på minst 40.000 ECU
–obligasjoner utstedt av EØS-stat eller EØS-sentralbanker
–verdipapirer som utstedes ved bruk av rettigheter, som f.eks. konvertible obligasjoner
–verdipapirer som tilbys i forbindelse med fusjon
–euroverdipapirer etter nærmere bestemmelser i forskrift.

I tillegg er det gjort unntak ved tilbud fremsatt av et selskap til selskapets ansatte, når tilbudet er gitt på særlig gunstige vilkår. Det er videre foreslått at børsen helt eller delvis kan frita fra plikten til å offentliggjøre prospekt ved enkelte tilbud som gjelder obligasjoner.

Prospektet skal inneholde de opplysninger, som avhengig av særlige forhold hos tilbyder og arten av de verdipapirer som tilbys er nødvendige for at investorene skal kunne foreta en velfundert vurdering av utsteders økonomiske stilling, resultater og utsikter og av rettigheter knyttet til verdipapirene. Nærmere krav til opplysninger fastsettes i forskrift.

Ved tilbud som gjelder verdipapirer som er eller søkes børsnotert, skal børsen foreta forhåndskontroll av prospektet i samsvar med det som følger av gjeldende regler. Ved tilbud som gjelder verdipapirer som ikke søkes børsnotert skal prospektet sendes børsen for registrering før det offentliggjøres.

Det er foreslått at nærmere regler om prospekter, når det fremsettes tilbud om de samme verdipapirer i flere EØS-stater samtidig eller med korte mellomrom, fastsettes i forskrift.

1.3.9 Derivater

Utvalget har tatt som utgangspunkt at handel i finansielle instrumenter, så langt det passer, bør reguleres likt uavhengig av type instrument. Regler om kursnotering av derivater som omfattes av definisjonen av finansielt instrument, bør etter utvalgets syn følge av de alminnelige regler i børsloven og børsforskriften.

Utvalget legger til grunn at det i Norge på like linje med andre land det er naturlig å sammenligne seg med, bør kunne utstedes og omsettes derivater utenfor børs. Det foreslås derfor en opphevelse av plikten til børsnotering av omsettelige opsjoner og terminer med verdipapirer som underliggende.

Det foreslås at handel med børsnoterte derivater med unntak av enkelte kjøpsretter, skal foretas under medvirkning av en oppgjørssentral. Virksomhet som oppgjørssentral kan ikke drives uten tillatelse fra Kongen. Oppgjørssentral skal etter forslaget ha en ansvarlig kapital på minst 50 millioner kroner. Minst 25 millioner kroner skal til enhver tid bestå av bankinnskudd eller ubetingede trekkrettigheter i kredittinstitusjon.

Utvalget foreslår at det i utgangspunktet skal tilligge oppgjørssentralen å løpende beregne krav til sikkerhet for forpliktelser som sentralen er ansvarlig for. Departementet skal imidlertid kunne pålegge sentralen å kreve ytterligere sikkerhet når dette anses påkrevet. Det foreslås at verdipapirforetakene skal påse at deres kunder stiller minst samme sikkerhet som oppgjørssentralen krever. Dette gjelder uavhengig av om handelen *skal* foretas under medvirkning av oppgjørssentral fordi derivatene er børsnotert, eller at handelen foretas under slik medvirkning på frivillig basis. Det foreslås for øvrig en generell bestemmelse om at verdipapirforetak ved formidling av handler i derivater, skal påse at foretaket selv har tilstrekkelig sikkerhet for oppfyllelse av forpliktelsene etter derivatene.

Finansdepartementet har bedt utvalget vurdere spørsmålet om det kan være hensiktsmessig at opsjoner og terminer på råvarer reguleres med hjemmel i verdipapirhandelloven. Verdipapirhandellovutvalget legger til grunn at det kan være naturlig å vurdere om de krav som i dag stilles for å drive verdipapirbørs, også bør legges til grunn for virksomhet som finansiell varederivatbørs. Tilsvarende kan det være grunn til å vurdere enkelte «handelsregler» for varederivater i samsvar med de som gjelder i det organiserte verdipapirmarked. Utvalget legger imidlertid til grunn at det bør foretas en nærmere utredning av hvilke særlige behov som foreligger i et varederivatmarked, og hvilke tilpasninger i forhold til de regler som gjelder for verdipapirmarkedet som er nødvendige på denne bakgrunn. Ettersom erfaringene med varederivatmarkedet i Norge er svært begrensede, antar utvalget at en slik utredning mest hensiktsmessig kan foretas med utgangspunkt i de erfaringer som nå opparbeides i forbindelse med kraftderivatmarkedet, og på bakgrunn av de særlige hensyn energiloven og eventuelle andre særlover av betydning for vareomsetning, skal ivareta.

Utvalget finner på bakgrunn av de ulike hensyn i ulike markeder, ikke grunn til å foreslå at formidling av handel i varederivater bør anses som konsesjonspliktig ytelse av investeringstjenester. Etter utvalgets syn bør spørsmålet om konsesjonsplikt og vilkår for konsesjon, vurderes på bakgrunn av det konkrete markedet, herunder eventuelle særlige regler som gjelder den aktuelle vare derivatene er basert på. I påvente av en nærmere utredning av disse spørsmålene, vil verdipapirforetakenes eventuelle formidling av handel i kraftderivater, foretas i konkurranse med andre meglerforetak som er underlagt en mindre omfattende regulering. En slik ulik regulering kan etter utvalgets syn ikke begrunne forslag om regulering av varederivatmarkedet før de nærmere behov er vurdert på bakgrunn av de konkrete hensyn som gjør seg gjeldende i de aktuelle varederivatmarkedene.

1.3.10 Tilsyn og sanksjoner

Utvalget har i denne innstillingen vurdert lovens bestemmelser om tilsyn og sanksjoner som i hovedsak er rettet mot andre aktører enn verdipapirforetakene. Departementets overordnede ansvar for tilsynet med verdipapirhandelen foreslås på bakgrunn av ny definisjon av finansielle instrumenter, presisert til å gjelde handelen i finansielle instrumenter.

Utvalget foreslår en særlig opplysningsplikt overfor Kredittilsynet i saker som gjelder overtredelser av forbudene mot innsidehandel og kursmanipulasjon. Opplysningsplikten skal gjelde enhver, men foreslås begrenset i forhold til lovbestemt taushetsplikt samt gjeldende regler til vern mot selvinkriminering. Videre foreslås at Kredittilsynet i alle tilfeller gis adgang til å innhente kontoopplysninger om kunder fra banker og finansieringsforetak.

Bestemmelsen om Kredittilsynets taushetsplikt foreslås videreført. Unntaket fra taushetsplikten som i dag gjelder overfor børsen, foreslås utvidet til også å gjelde overfor VPS og oppgjørssentraler.

Kredittilsynet har i dag ingen sivilrettslige økonomiske sanksjonsmidler. Etter utvalgets syn er det behov for et sivilrettslig supplement til gjeldende regler om straff. Utvalget foreslår adgang til å pålegge vinningsavståelse som et slikt supplement for Kredittilsynet. Bestemmelsen foreslås utformet i samsvar med tilsvarende bestemmelse fastsatt for Konkurransetilsynet.

Straffesanksjonering av de bestemmelser utvalget foreslo i OU 1995:1 er vurdert i denne innstillingen. Utvalget foreslår i hovedsak en videreføring av straffesanksjonering med en strafferamme på 1 år for overtredelser av de bestemmelser som regulerer verdipapirforetakenes virksomhet og som er av offentligrettslig karakter.

Det foreslås en videreføring av strafferammen på inntil 6 år for overtredelse av forbudet mot innsidehandel. Overtredelse av forbudet mot kursmanipulering foreslås å straffes med bøter eller fengsel inntil 3 år, eller begge deler.

1.4 SUMMARY IN ENGLISH

In this report the Committee to review the Norwegian Securities Trading Act presents its recommendations as regards the statute's general rules, rules on new issues of securities, takeovers, insider trading and rules on enforcement and sanctions.

In its previous report (NOU 1995: 1), the Committee proposed amendments to regulations on securities firms of the same act (verdipapirforetak). Most of the suggested amendments have been taken up by the Ministry of Finance in its proposition to the Norwegian parliament of 17 November 1995 (Ot.prp. nr. 15 (1995-96)).

The current proposals aim to revise the remaining parts of the Securities Trading Act. However, the Committee observes that current proposals taken together with the amendments proposed in the past report, add up to an overall review of the statute so that it would appear appropriate to enact a new statute altogether, and the Committee also presents a draft for such a new statute. Even if the new statute regulates trading in financial instruments, the name – the Securities Trading Act should be kept since it is well known to all market participants.

1.4.1 Statutory purpose and scope

The Committee suggests that the statutory purpose should be set out explicitly in the text. This statutory purpose should be to promote efficient, secure and orderly trading in financial instruments.

As regards statutory scope, all suggestions are tied to the basic proposition that the statute should regulate trading in financial instruments in Norway. This means that rules to protect the Norwegian domestic market should also apply to foreign investors trading in Norway, and must to certain extent also reach trades executed abroad. As regards provisions aimed at listed securities, the Committee proposes that these rules in the future be tied to securities listed on a Norwegian stock exchange. In case other regulated markets surface in the future, the Committee proposes that rules aimed at financial instruments listed on a Norwegian stock exchange, can be extended to reach trading in financial instruments also in other regulated markets in Norway.

In order to promote uniformity with local conditions abroad, the Committee on the other hand suggests that some of the rules directed at Norwegian securities firms can be made subject to exemptions when such firms establish branches in other countries. In other words, the Committee relies on the distinction between local regulation of markets, and home state regulations fundamental of securities firms.

1.4.2 Insider trading

The Committee suggests that the ban against illegal insider trading should be extended, but with certain adjustments. The Committee i.a. proposes that the ban not only reach actual trading, but also efforts to urge others to partake in illegal trading. Moreover, a number of adjustments because of the novel statutory definitions of financial instruments and securities are proposed. The ban against insider trading will reach trading in listed financial instruments, as well as in over the counter derivatives based on such instruments.

In accordance with current regulations, the Committee proposes that primary insiders – i.e. high level executives, board members and substitutes – must observe a special duty of care before engaging in actual trading. However, the Committee observes that today's more specific rules are less than adequate, and should be revised in favour of a general duty of care.

The current ban preventing primary insides from trading for specific periods should be abolished. In the Committee's view, this ban represents an undue restriction on investors' ability to participate as active owners, since current regulations require that primary insiders abstain from trading for at least 5 months in the year. Moreover, the Committee, emphasized that accounting information will often be absorbed by the market in advance, so that the actual release of such information rarely influences the stock's price. On the other hand, the Committee notes that other corporate incidents, i.a. the signing of important contracts, mergers and takeovers, will most oftens have as great impact on price fluctuations.

The Committee proposes that the current rules on the duty to observe confidentiality and abstain from giving advice be extended, but with a number of adjustments. These rules aim to prevent insider trading, and are first and foremost prophylactic in character. To achieve a better balance, the Committee proposes that issuers of securities must report also external advisers and other recipients of price sensitive information. The Committee notes that such reporting requirements can aid the enforcement of the ban against insider trading. Moreover, reporting requirements should assure that secondary insiders act cautiously when trading.

1.4.3 Personal reporting requirements

Personal reporting requirements assure that the securities market and the relevant authorities be made aware of high level executives' and board members' trading in corporate securities. Today's reporting requirements are divided between the Joint-Stock Companies Act and the Securities Trading Act. The Committee observes that such reporting requirements improve the level of information in the market, and that they should therefore be made more efficient and placed exclusively in the Securities Trading Act for trading in listed companies. To this end, the Committee proposes that all trades be reported instantly. On the other hand, in order to avoid unnecessary bureaucracy, the Committee observes that only trading in equity instruments, and equity derivatives, should be reported, and moreover that the Ministry may adopt a de minimis rule in subordinated regulations.

1.4.4 Regulation and unfair business practices of price manipulation

To promote orderly and efficient securities trading, it is important to assure that all market participants behave in such a way that their business methods do not undermine the integrity of the market. The Committee observes that there is a need for general ethical business standards directed at other market participants than the securities firms, and extends current requirements that acceptable business methods be followed and that unreasonable business practices be banned.

However, the Committee also observes that these general rules should be supplemented by a more specific ban against price manipulation. In the Committee's view, a central condition for efficiency in the securities markets is that all market participants have faith in the market's ability to produce prices reflecting real market conditions. Against this backdrop, price manipulation could undermine the required level of market integrity. For this reason, the Committee proposes a specific ban against price manipulation, also to be enforced through criminal sanctions. The ban

aims at actions and business methods intended to dishonestly influence the stock price, i.a. through fictitious trades or through the dissemination of wrongful and misleading information.

1.4.5 Flag rules

In the main, current rules on the need to report («flag») the purchase and sale of major blocks of shares are to be extended. In addition, the Committee proposes that the obligation to report purchases of rights to require shares be included in the statute itself. The Committee proposes to abolish the current obligation to flag other types of agreements restricting the right of ownership to shares, such as for instance collateral. The thresholds for triggering flag reporting obligations are to be upon the acquisition of 10%, 20%, 1/3, 50%, or 2/3 of a company's total number of shares outstanding.

1.4.6 Disclosure of material information

The Committee proposes that listed companies' obligation to inform the market of all material information, be transferred from the Securities Trading Act to the Stock Exchange Act.

1.4.7 Mandatory Bid and rules on voluntary bids

The Committee observes that the Mandatory Bid rules will still be required in order to assure equal treatment of shareholders in target companies during a takeover. Moreover, the threshold for triggering the Mandatory Bid requirement is suggested to be lowered from 45% to 40%, since recent statutory developments as well as an increasing presence of foreign shareholders and institutional owner, in the Norwegian market, has made it possible to achieve actual control at lower levels of shareholding than previously.

As today, the Mandatory Bid will be triggered at the acquisition of listed shares representing more than 40% of the votes in the target company. However, statutory exemptions apply to acquisitions in the form of inheritance or through the division of the marital estate after divorce, unless a clear intention to circumvent the rules can be assumed. Moreover, the Committee proposes that securities payments during mergers and demergers be excepted. However, even if the Mandatory Bid obligation is not triggered as a result of such transfers, any subsequent acquisition shall trigger the obligation to make a bid. The acquisition of rights to acquire shares shall not in themself trigger an obligation to make a bid, unless there is reason to believe that such an acquisition is a de facto acquisition of voting rights tied to the underlying shares.

The Committee proposes a number of adjustments to the current «group» rule. Notably, it is proposed that only if group participants can be assumed to be under an obligation to act in concert, shall their holdings be consolidated. On the other hand, the consolidation in itself shall not trigger an obligation to make a bid. Only later acquisitions increasing the group's total number of shares shall trigger the bid requirement. A number of specific provisions regulating the transfer of shares within the group are also presented. Similary, the acquisition of control through indirect ownership – i.a. through the purchase of shares in a holding company is regulated.

The Committee proposes that the bid price be set at the highest price made during the 6 months before the mandatory bid obligation is bugged, or the market price on the day that the 40% requirement is met.

A number of specific duties for the board of the target company are suggested, i.a. that the board of the target company be required to render its opinion on the bid. Moreover, target company management will be banned from getting involved in particular defence tactics, with the exception of issuance of new shares specifically authorized by the general assembly for a takeover situation.

Voluntary Bids shall be subject to some of the same rules as Mandatory Bids, provided that the Voluntary Bid is intended to acquire more than 40% of the votes of the target company. These are rules on offer document information, offer document approval by the Stock Exchange, as well as the obligations that the target company board state its opinion.

1.4.8 Prospectus requirements

The Committee proposes a new set of rules regulating offers of securities to the public (through issuance of new shares or sales), based on the relevant EU legislation.

Under the Committee's proposals, a prospectus shall be required in case of offerings directed at more than 50 persons in the Norwegian securities market, and involving a greater amount than 40.000 ECU. Similar requirements apply to first offerings of unlisted securities. However, a number of exemptions are suggested – i.a. for offerings to professional investors, offerings of debt instruments issued by EEA states or their central banks, some rights offerings, and offerings of securities as payment during the consummation of a merger. Moreover, offerings to employees shall be exempted provided that the offering is made on particularly favourable conditions, and provided that the relevant information is available at the place of work.

According to the Committee's proposal, the prospectus shall contain information of interest to rational investors aiming to evaluate the offer – i.a. the issuer's economic status, results, plans and shareholder rights. The actual content of the prospectus requirements are to be promulgated in subordinate regulations.

In case of listed securities, or securities aiming to be listed, Stock Exchange supervision is provided for. Securities not intended to be listed are merely to be registered with the Stock Exchange. Finally, rules to harmonize prospectus requirements within the EEA are proposed.

1.4.9 Derivatives trading

In the Committee's view, trading in financial instruments should as far as practically feasible be regulated in the same way, i.e. regardless of what type of instrument is traded. For this reason, the listing requirements should be the same for derivatives, bonds and equities, and these requirements should all be vested in general stock exchange rules.

The Committee assumes that derivatives trading in Norway could take place on or off exchanges, so that the current requirement that transferable options and futures must be listed should be abolished.

Trading in listed derivatives (with the exception of some rights) should require participation by a clearing system. In order to establish a clearing system, a public concession will be required, and the clearing house should be capitalized at minimum NOK 50 mill., with half of that capital at all times consisting of liquid assets.

In the Committee's view, the clearing house itself should calculate the relevant margins from market participants, but the Ministry should be able to intervene in case additional margins or security be required. Moreover, security firms shall be under an obligation to require at least the same margins or security from their customers, as the clearing system itself requires. A general obligation for securities houses to observe that their customers are in possession of sufficient security, is proposed.

The Ministry of Finance has asked the Committee to consider whether trading in derivatives based on non-financial commodities should be regulated through the Securities Trading Act. The Committee notes that stock exchange rules could be made equally applicable to commodities exchanges, and that a number of trading rules could similarly be considered. However, the Committee finds that further studies shall be required in order to establish the regulatory needs of such derivatives markets. Since Norway is currently lacking extensive experience with such markets, such further studies should be based on actual experiences in the currently emerging commodities markets, i.e. in the energy sector.

Since the financial instrument derivatives markets and the commodities derivatives markets exhibit somewhat different characteristics, the Committee does not propose that trading in commodities derivatives be regarded as an investment service, for which a concession requirement according to the Securities Trading Act is required. Concession requirements should be fashioned under the particular needs of each market, and awaiting further studies in these sectors, securities firms shall be under less stringent regulations when trading in commodities derivatives. Since other actors than securities firms are also participating in these markets, such a legal state is likely to stimulate the competition in the commodities derivatives market.

1.4.10 Enforcement and sanctions

In the present report, the Committee reviews rules on enforcement and sanctions directed at market participants other than securities firms.

According to the proposal, the Ministry of Finance will hold the superior regulatory responsibility for the activities in the financial markets. The Banking, Insurance and Securities Commission is responsible for day-to-day supervision. In order to facilitate enforcement, the Committee suggests that the Commission be given access to bank accounts and customer accounts in banks and other creditinstitutions. Moreover, the Commission's powers of investigation in insider trading cases are proposed to be extended, but with the important modification that no person be required to incriminate himself. In all cases, the Commission shall be under a duty of confidentiality with the extention of information to be conveyed to the Stoch Exchange, the Norwegian Securities Registry and clearing systems.

Presently, the Commission does not possess any civil sanctions. In the Committee's view, there is a need for a civil supplement to present criminal rules, and the Commission suggests a rule enabling the Commission to issue proposals for divestiture of profits. Such powers have already been given to the Norwegian Competition Authority. If an out-of-court settlement is not reached, the Commission may refer the case to the civil courts.

Presently, major infringements of the provisions of the Securities Trading Act are criminal violations. With some adjustments, the Commission suggests that these rules be extended.

KAPITTEL 2

Økonomisk bakgrunn for regulering av verdipapirmarkedene

2.1 INNLEDNING

Utvalget vil foreslå at lovens formål lovfestes, og at formålet er å legge til rette for en «effektiv, sikker og ordnet» handel med verdipapirer og avledede finansielle instrumenter. Den foreslåtte formuleringen har en klar kobling til fagøkonomiske uttrykk som brukes for å beskrive verdipapirmarkedenes funksjon og virksomhet.

Utvalget har derfor funnet det hensiktsmessig i dette kapitlet å gi en økonomisk beskrivelse av aktiviteten og reguleringsbehovet i verdipapirmarkedene. Ved den senere drøftelsen av enkeltbestemmelser vil utvalget trekke på denne beskrivelsen.

Et verdipapirmarked kan sies å fungere *effektivt* når prisene i markedet reflekterer den underliggende realøkonomiske verdi bak det enkelte verdipapir (se 2.4.2). En rekke forutsetninger må være oppfylt for at et marked skal være fullt ut effektivt i denne forstand. I praksis vil ikke alle disse forutsetningene kunne være tilfredsstillt. En må derfor nøye seg med å kreve at de er oppfylt i størst mulig grad. Eksempelvis må alle aktører ha tilgang til det som med rimelighet kan kalles kursrelevant informasjon for at prisene som dannes i verdipapirmarkedene skal være riktigst mulig (se 2.5.1.3). Likeledes er et likvid marked, det vil si et marked hvor det hele tiden er mange aktører som er villige til å selge eller kjøpe, en viktig forutsetning for at prisene i markedet skal være riktigst mulig. Et likvid verdipapirmarked krever altså at mange aktører benytter ressurser på å kjøpe og selge aksjer ofte, det som ofte omtales som henholdsvis spekulasjon og arbitrasje, avhengig av om aktørene tar markedsrisiko eller bare jevner ut priser mellom markeder. Virksomhet som market maker (jf. NOU 1995:1 avsn. 3.6.2) har elementer i seg både av spekulasjon og arbitrasje. Slik bruk av ressurser har imidlertid en samfunnsøkonomisk nytte ved å gjøre verdipapirmarkedet likvid, og dermed bidra til riktigst mulig priser i markedet (se 2.4.4).

Spesielt aksjemarkedet har også en viktig funksjon ved å bidra til kontroll med ledelsens disposisjoner i selskap med mange eiere. En måte denne kontrollen fungerer på, er gjennom trusselen om oppkjøp av et selskap med potensial for bedre drift (se 2.4.6 og 2.5.3.5). Reguleringsbestemmelsene i aksjemarkedet vil ha konsekvenser for hvor effektivt en slik kontrollfunksjon kan utøves.

Ordnet handel henspeiler bl.a. på hvordan selve markedsplassen fungerer, noe som igjen vil påvirke hvor riktige prisene i markedet er. Dette begrepet dekker også det kravet at handelen i verdipapirmarkedet skal tilfredsstille alminnelige rettferdighetsnormer. For eksempel skal det ikke være mulig for en aktør å drive en systematisk tapping av verdier fra andre aktører i markedet, enten dette skjer gjennom innsidehandel (2.5.1.4) eller ved ren utnyttelse av en sterk posisjon i markedet (2.4.7). Bestemmelser som tar sikte på å hindre slik adferd, vil som regel også bidra til at markedene fungerer mer effektivt, i den betydningen som er nevnt over. Men, som det påpekes, kan slike bestemmelser i en del tilfeller tenkes å komme i konflikt med ønsket om effektive markeder (2.5.1.4) eller den kontrollfunksjonen aksjemarkedet har overfor bedriftsledelsen (2.5.3.5).

At handelen er *sikker* kan først og fremst assosieres med selve oppgjørsfunksjonen i verdipapirmarkedene. Aktørene må ha sikkerhet for at betaling for verdipapir finner sted og at papirene faktisk blir levert ved oppgjør. Usikkerhet ved oppgjøret

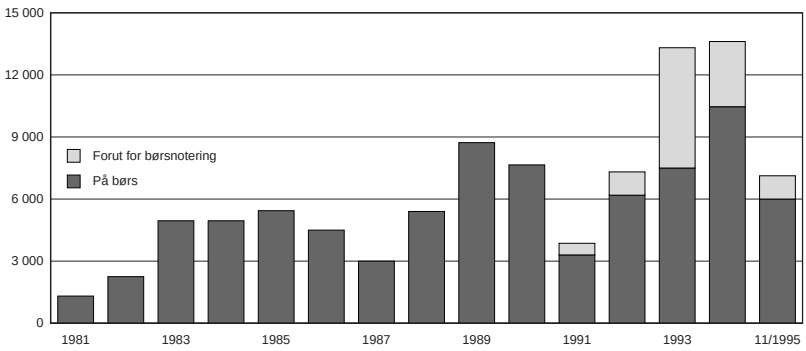
er en kostnad for aktørene som vil bidra til å redusere effektiviteten i markedene. Isolert sett vil handel på en regulert markedsplass innebære mindre usikkerhet rundt oppgjøret enn handel på en ikke-regulert markedsplass (se 2.5.2.4).

2.2 UTVIKLINGEN I DET NORSKE VERDIPAPIRMARKEDET

En fyldig gjennomgang av utviklingen i det norske verdipapirmarkedet er gitt i utvalgets første delinnstilling, NOU 1995:1 kapittel 3. Her gis en kort oppdatering av enkelte utviklingstrekk i året som er gått siden første delinnstilling ble utarbeidet.

2.2.1 Aksjemarkedet

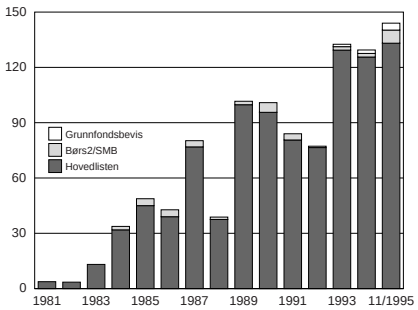
Aksjemarkedet bidrar til å reise ny kapital, og til å overføre selskaper fra å ha en lukket eierkrets til en åpen eierkrets gjennom spredningssalg. Dette bedrer muligheten for senere emisjoner. En aksjekapitalutvidelse kan gjennomføres på flere ulike måter. Ved en nyemisjon tilføres selskapet kapital enten direkte ved oppgjør i kontanter eller indirekte ved at selskapet mottar verdier ved å utstede aksjer. Vi regner også grunnfondsbevis som en del av egenkapitalmarkedet. Grunnfondsbevis kan utstedes av sparebanker og gjensidige finansinstitusjoner. Figur 2.1 viser en oversikt over emisjoner med innbetaling i kontanter. Fondsemisjoner og emisjoner med oppgjør i annet enn kontanter som konvertible obligasjoner og oppkjøp eller lignende som er helt eller delvis finansiert med kapitalutvidelser, er holdt utenfor. Fra og med 1991 foreligger også tall for emisjoner som ble gjort rett forut for en børsnotering.



Figur 2.1 Kontantemisjoner av aksjer på Oslo Børs. Mill. faste 1995-kroner. (Løpende priser deflatert med konsumprisindeksen.)

Av figuren fremgår det at tilførselen av risikokapital økte sterkt i 1993 og 1994, men har avtatt noe i 1995. Nedgangen kan ha sammenheng med statens salg av bankaksjer i 1995.

Handelen i annenhåndsmarkedet økte kraftig i 1993 og har siden vært relativt stabil på et høyt nivå. Figur 2.2 viser at omsetningen av aksjer vil øke i 1995 etter en liten nedgang i 1994. Omsetningen av grunnfondsbevis har vist en betraktelig økning de siste årene. Mens det i løpet av hele 1992 ble handlet grunnfondsbevis for 71 millioner kroner, var omsetningen ved utgangen av november 1995 kommet opp i 3,5 milliarder kroner. Den økte omsetningen kan i stor grad skyldes økt tilgjengelighet etter at Sparebankenes Sikringsfond solgte ut sin beholdning i 1994, samtidig som antall sparebanker notert på børsen har økt fra 4 til 10 siden utgangen av 1993.



Figur 2.2 Omsetning av aksjer og grunnfondsbevis på Oslo Børs. Mrd. faste 1995-kroner.

I løpet av de siste årene har det vært betydelige strukturelle endringer på eiersiden i norske børsnoterte selskaper. Eierstrukturen for grunnfondsbevis og aksjer etter utstedersektor er vist i tabell 2.3. Tabellen gir et øyeblikksbilde 30. september 1995.

Tabell 2.1: Markedsverdi børsnoterte aksjer og grunnfondsbevis. Mill. kroner, 30. september 1995

Eiersektor Ustedersektor	Sentr. myndighet	Private banker og sikr.fond	Forsikr. selsk. mv.	Øvrige finansinst.	Komm.forv. og –foretak	Øvrige foretak	Hushold.	Utland	Ufordelt	I alt
Aksjer:										
Forretnignsbanker	15 518	277	1 109	155	40	1 918	1 424	3 531	4	23 976
Forsikringsselskaper	279	381	489	0	0	777	309	1 423	0	3 659
Andre fin.inst.	0	25	10	60	0	173	161	4	0	433
Statlige eide foretak mv.	37 553	195	4 255	2	7	4 127	2 420	21 459	5	70 024
Øvrige ikke-finansielle foretak	9 513	2 535	23 449	101	116	63 640	25 338	63 956	226	188 874
Utlandet	0	19	203	0	0	1 575	492	3 901	1	6 192
Ufordelt	7	1	38	1	0	259	83	288	8	685
Aksjer i alt	62 870	3 433	29 553	319	164	72 469	30 227	94 562	246	293 843
Grunnfondsbevis:										
Sparebanker:	1 714	631	443	46	19	2 482	1 687	627	20	7 669
I alt	64 584	4 064	29 996	365	183	74 951	31 914	95 189	266	301 512

Kilde: VPS og Norges Bank

Et viktig langsiktig utviklingstrekk har vært at utenlandske investorer har økt sine eierandeler i betydelig grad. Den utenlandske eierandel var 15 prosent i 1985, og var ved utgangen av oktober 1995 over 33 prosent i de norske selskapene. Også det siste året har utviklingen gjort seg gjeldende og siden juni 1994 har utenlandske

investorer økt sin eierandel med om lag 4 prosentpoeng. I samme periode har staten og private foretak redusert sine eierandeler. Statens eierandel forventes å reduseres ytterligere som følge av privatisering av forretningsbankene. Fokus Bank ble privatisert i oktober 1995, og det var spredningssalg av en stor del av statens aksjer i Kreditkassen i desember 1995. Aksjesalget i de to forretningsbankene er gjennomført etter at tabell 2.3 er stilt opp, og har tilført staten brutto salgsinntekter på til sammen 3.217 millioner kroner.

Det har vært en stor økning i antall noterte selskaper på Oslo Børs det siste året. Mens det ved utgangen av 1994 var 146 børsnoterte selskaper, var det 159 selskaper ved utgangen av oktober i 1995. Den sterkeste veksten har kommet blant selskaper som noteres på SMB-listen (Børs 2).

2.2.2 Obligasjons- og sertifikatmarkedet

Emisjonsaktiviteten har i 1995 vært konsentrert rundt sertifikatmarkedet. Dette kan til dels skyldes noe ustabile renteforhold og større avstand mellom korte og lange renter i første halvår. Da var det også svært lav aktivitet i annenhåndsmarkedet for obligasjoner. I de første ni månedene av 1995 var brutto emisjonsvolum for sertifikater nesten 140 mrd. kroner. Dette er høyere enn totalt emisjonsvolum i 1994. Brutto emisjoner av obligasjoner beløp seg til ca. 40 mrd. kroner, som er langt lavere enn ved tilsvarende måneder i 1994.

Tabell 2.2: Beholdning av obligasjoner registrert i VPS, Mill. kroner, 30. september 1995, pålydende verdi

Eiersektor Låntakersektor	Sentr. myndighet	Private banker og sikr.fond	Forsikr. selsk. mv.	Øvrige finansinst.	Komm.forv. og – foretak	Øvrige foretak	Hushold.	Utland	Ufordelt	I alt
Statsforvaltningen	28 642	27 490	50 032	1 821	926	10 202	2 434	4 310	161	126 017
Statsbanker	4 234	8 467	4 226	26	140	730	27	119	24	17 994
Private banker	9 625	20 347	16 882	1 179	1 397	7 702	1 521	1 270	186	60 109
Priv. kredittforetak	4 344	6 443	19 075	13 288	689	7 242	2 248	641	169	54 138
Andre fin.inst.	192	280	727	126	40	904	154	247	7	2 676
Komm.forv. og – foretak	3 791	6 095	25 446	192	3 016	2 769	522	168	212	42 210
Statlig eide foretak mv.	1 055	607	3 320	218	68	2 466	576	235	41	8 587
Øvrige ikke-finansielle foretak	1 660	1 141	7 166	516	243	3 941	604	456	26	15 753
Husholdninger	50	138	437	0	2	22	153	2	0	803
Utlandet	0	15	320	23	0	52	97	533	0	1 040
Ufordelt	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
I alt	53 594	71 023	127 630	17 387	6 521	36 030	8 334	7 981	826	329 328

Kilde: VPS og Norges Bank

Av tabell 2.2 fremgår det at staten, bankene og kredittforetakene er dominerende låntakere i obligasjonsmarkedet med til sammen nesten 73 prosent av utestående gjeld. Kredittforetakenes andel har falt, mens bankenes andel har økt i løpet av det siste året. De største eierne i dag er forsikringsselskapene og bankene med til sammen godt over halvparten av utestående obligasjonsgjeld. Sentralmyndighetene har redusert sin eierandel i obligasjonsmarkedet, men har fortsatt en stor beholdning av obligasjoner.

Det har skjedd store forandringer i eier- og låntakerstrukturen i sertifikatmarkedet i løpet av det siste året. Av tabell 2.3 fremgår det at staten og private banker pr. 30. september 1995 er de største utstederne av sertifikater. Siden utgangen av juni 1994 er andelen av banksertifikater økt fra 12 til 24 prosent. Det er først og fremst økningen i bank- og statssertifikater som har bidratt til at utestående sertifikatgjeld i samme periode har økt med nesten 64 prosent.

Tabell 2.3: Beholdning av sertifikater registrert i VPS, pålydende verdi. Mill. kroner, 30. september 1995

Eiersektor Låntakersektor	Sentr. myndighet	Private banker og sikr.fond	Forsikr. selsk. mv.	Øvrige finansinst.	Komm.forv. og – foretak	Øvrige foretak	Hushold.	Utland	Ufordelt	I alt
Statsforvaltningen	2 920	23 599	9 921	30	119	2 856	183	355	17	40 000
Statsbanker	1 200	9 528	1 750	0	0	494	135	202	20	13 329
Private banker	920	3 919	9 267	466	385	7 869	125	9	45	23 005
Priv. kredittforetak	35	1 450	1 794	175	90	2 400	69	23	23	6 059
Andre fin.inst.	95	351	663	205	90	2 145	35	16	10	3 610
Komm.forv. og – foretak	365	535	2 008	12	305	904	7	4	17	4 157
Øvrige ikke-finansielle foretak	225	980	556	67	121	1 976	45	6	9	3 985
Utlandet	0	695	320	0	0	180	3	2	0	1 200
Ufordelt	0	0	150	0	0	173	0	2	0	325
I alt	5 760	41 057	26 429	955	1 110	18 997	602	619	141	95 670

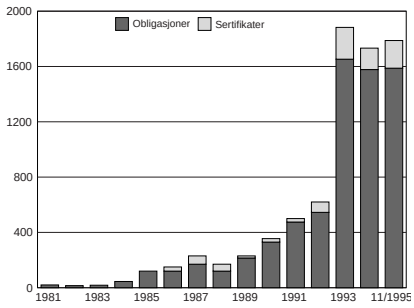
Kilde: VPS og Norges Bank

Private banker har nå overtatt rollen som den klart største investoren i sertifikatmarkedet med en eierandel på 43 prosent. Andre store investorer i sertifikatmarkedet er forsikringsselskaper og private foretak. Stats- og trygdeforvaltningen, samt offentlige finansinstitusjoner har i løpet av det siste året redusert sin sertifikatbeholdning betydelig.

Omsetningen av obligasjoner viser frem til 1992 en stabil vekst, mens årsomsetningen ble tredoblet i 1993, jf. figur 2.3. Den høye omsetningen fortsatte i 1994, og til tross for et svakt første halvår, forventes det en ytterligere økning i 1995. Det er stort sett stats- og kredittforetaksobligasjoner som omsettes i annenhåndsmarkedet. Samlet står de for over 90 prosent av omsetningen. Det har vært en kraftig økning i handelen av gjenkjøpsavtaler i obligasjonsmarkedet dvs. avtaler hvor kjøper og selger inngår en avtale om at den selgende part skal kjøpe verdipapiret tilbake

til på forhånd avtalt pris og tidspunkt for levering. Fra 1992 til september 1995 er repo-handelens andel av samlet omsetning økt fra 11 til 39 prosent.

Det er flere årsaker til den økte aktiviteten i obligasjonsmarkedet. En viktig forklaring på oppgangen i 1993 var det kraftige rentefallet som ga store kursgevinster. Flere nye åpne statslån med faste auksjonstidspunkter de siste årene har også bidratt positivt til omsetningsøkningen. Økt omsetning har videre ført til lavere spreader som har gjort det billigere for aktørene å gå ut og inn av lånene. Økt bruk av lån med market-makere for banker og kredittforetak har også bidratt til omsetningene. Videre har større standardisering av lånedokumentasjonene samt enklere lånestruktur bidratt positivt. Innføringen av rentederivater som gjør risikostyringen enklere kan også ha virket gunstig inn på det underliggende markedet.



Figur 2.3 Omsetning av obligasjoner og sertifikater på Oslo Børs. Mrd. faste 1995-kroner.

I august 1995 ble det innført en prøveordning med primærhandlere for norske statsobligasjoner. Primærhandlerne stiller forpliktende kjøps- og salgskurser på Oslo Børs for fire store statsobligasjonslån. Det er satt øvre grenser for hvor store forskjellene mellom kjøps- og salgskursene i de enkelte lån skal være. Dette har økt likviditeten i det norske obligasjonsmarkedet. Fra januar 1996 er primærmeglerordningen varig, og Norges Bank har gjort avtale med 10 fondsmeglerforetak, herav 3 norske banker og 1 filial av en utenlandsk kredittinstitusjon.

I 1993 var det en kraftig økning i omsetningen av sertifikater. Etter en liten nedgang i omsetningen i 1994, har det i 1995 igjen vært stor aktivitet i annenhåndsmarkedet for sertifikater. På Oslo Børs noteres bare stats- og lånesertifikater, og det er således slike sertifikater som i særlig grad er gjenstand for annenhåndsomsetning. Lånesertifikater er her definert som sertifikater utstedt av andre enn statsforvaltningen, finansinstitusjoner og utenlandske låntakere, jf. tabell 2.5. Samlet pålydende verdi av børsnoterte sertifikater var pr. 30. september 1995 50,6 mrd. kroner. Ved utgangen av november 1995 var omsetningen av sertifikater på Oslo Børs kommet opp i 196,3 mrd. kroner, hvorav handel i statssertifikater stod for over 70 prosent.

2.2.3 Derivatmarkedet

Det er flere derivatmarkeder, og her omtales bare de børsnoterte derivatene. Utredningens *"Handel i derivater"* i kapittel 11 drøfter reguleringen av «Handel med derivater», og i *"Derivatmarkedet på Oslo Børs"* i avsnitt 11.2.2 gis det en mer utførlig beskrivelse av børsmarkedet for derivater. OTC-markedet for rente- og valutaderivater og varederivatmarkedet drøftes i henholdsvis *"Markedet for rente- og valutaprodukter"* i avsnitt 11.2.4 og *"Varederivatmarkedet"* i 11.2.5.

Rentefutures med et 10-års statsobligasjonslån som underliggende, ble første gang notert i juni 1993. I dag noteres det rentefutures på tre statslån. Aktiviteten i

rentefuturesmarkedet økte sterkt i 1994, med en omsetning på 209.188 rentefutureskontrakter på Oslo Børs. Handelen i rentefutures har avtatt i løpet av 1995. Ved utgangen av september var det omsatt 81.965 rentefutures. Det har imidlertid vært en kraftig økning i omsetningen av futures på aksjeindeksen OBX siden 1994. Ved utgangen av september var det omsatt 8.165 OBX-futures, mens det i hele 1994 ble omsatt 4.151 slike kontrakter.

Opsjonsmarkedet ved Oslo Børs har også tatt seg opp i løpet av 1995. Målt i antall kontrakter var omsetningen ved utgangen av september i 1995 nesten 19 prosent høyere enn for tilsvarende periode i 1994.

2.3 HVORFOR REGULERE VERDIPAPIRMARKEDET

Verdipapirmarkedene har vokst frem fordi det er privatøkonomisk gunstig å dele opp store «prosjekter» i andeler som kan standardiseres og omsettes. Takket være slik oppdeling kan flere og større lønnsomme «prosjekter» bli gjennomført fordi kapital hentes fra mange aktører. Samtidig blir risikoen fordelt. Standardiseringen muliggjør omsetning av andelene, noe som i de fleste tilfeller vil være nødvendig for å kunne hente kapitalen i første omgang.

Verdipapirmarkedets oppgaver kan ikke bli løst dersom det ikke er aktører som ønsker å tegne, kjøpe eller selge verdipapirer. En avgjørende forutsetning for at noen vil delta i et verdipapirmarked er at de har *tillit* til at markedet fungerer på en forutsigbar måte. Dette gjelder f.eks. at de aktuelle verdipapirer eksisterer eller vil bli utstedt, at verdipapirene eies av den som hevder å eie dem, at oppgjør skjer til gitt tidspunkt, at eierrettighetene knyttet til et verdipapir varer over tid osv. Mellommannen har en viktig rolle i et velfungerende verdipapirmarked fordi han bl.a. tar ansvaret og risikoen knyttet til oppgjørsfunksjonen. Uten tillit til at markedet fungerer etter gitte retningslinjer, vil risikoen ved å investere i verdipapirer være så høy at den virker negativt på aktiviteten i markedet.

Verdipapirer er mer komplekse enn fysiske varer. Kjøps-/salgsbeslutninger om verdipapirer krever derfor mer omfattende vurderinger basert på et større informasjons-grunnlag. Det trengs betydelig mer informasjon for å vurdere hva en aksje i Norsk Hydro egentlig «inneholder» enn hva en standard råvare som f.eks. et fat olje inneholder. Det er således nødvendig med mer informasjonsformidling i verdipapirmarkedene for at de skal fungere effektivt, enn hva tilfellet er i de fleste ordinære varemarkeder. Ved å fastlegge regler for informasjon fra selskapene, herunder f.eks. plikten til umiddelbart å gi informasjon om viktige hendelser, gis investorene trygghet for at de har tilgang til et relevant og sammenliknbart beslutningsgrunnlag for sine vurderinger.

Det kan ikke sies noe absolutt om hvor omfattende regelverk man bør ha for organisering og informasjon i et verdipapirmarked. Utilfredsstillende regler vil føre til at investorene krever høy forventet kompensasjon for risiko ved de aktuelle verdipapirer. Har investorene lav tillit til et verdipapirmarked, blir den ekstra avkastning, risikopremien, høy. Den kapital som fremskaffes i det aktuelle markedet vil derved bli dyr for utsteder.

For stor grad av regulering og uhensiktsmessige regler vil påvirke transaksjonskostnadene og derved kunne virke fordyrende på kapital. Videre vil et omfattende regelverk med en ressurskrevende oppfølging som avviker betydelig fra andre lands markedsplasser, kunne føre til at handelsaktiviteten trekkes mot billigere markedsplasser.

Stabilitet i regelverket er også av betydning for risikopremien. Hyppige og uklart motiverte endringer i rammebetingelser kan føre til økning i risikopremien.

2.4 BETYDNINGEN AV ET VELFUNGERENDE ANNENHÅNDSMARKED

2.4.1 Innledning

Kapitalmarkedets viktigste oppgave i samfunnsøkonomien er å sørge for at *kapitalen kanaliseres* dit den kaster mest av seg. I en moderne økonomi er kapitalmarkedet et marked for fordringer på selskap i form av lån og for eierandeler eller aksjer i selskapet. En aksje i et selskap gir rett til en andel av selskapets overskudd og en rett til å utøve en viss kontroll med selskapet. For at disse markedene skal fungere effektivt, må prisen på fordringene og på aksjene i et bestemt selskap i størst mulig grad reflektere den tilgjengelige informasjon om selskapet. Et selskap hvor realkapitalen har høy avkastning, skal kunne finansiere en ekspansjon ved å hente inn kapital i markedet.

Ved å kjøpe og selge eierandeler i ulike selskap, kan en aktør sørge for å sitte med en *diversifisert* portefølje av eierandeler. Det er betydelig mindre risiko forbundet med å sitte med en slik portefølje enn det er å sitte med eierandeler bare i ett selskap. Denne muligheten til diversifisering er av stor samfunnsøkonomisk betydning. Prosjekter som har høy samfunnsøkonomisk avkastning, men så stor risiko at ingen enkelt aktør er villig til å ta all risikoen, kan likevel realiseres fordi eierandelene i virksomheten holdes av mange investorer, og risikoen på den måten spres. Disse fordelene ved diversifisering gjelder også for andeler i lån til selskapet, men er av mindre betydning ettersom lån har høyere prioritet og derfor er forbundet med mindre risiko.

I dette avsnittet er det annenhåndsmarkedet for andeler i selskapenes egenkapital – eller aksjemarkedet – som først og fremst blir behandlet. Noen aspekter ved annenhåndsmarkedet for gjeldsfordringer blir behandlet mot slutten av avsnittet.

Før vi går nærmere inn på aksjemarkedets rolle for allokeringen av kapital, skal vi først si litt prinsipielt om hva som bestemmer prisene i dette markedet. Dernest kommer vi inn på faktorer som bidrar til å gjøre prisingen i markedet mest mulig korrekt samfunnsøkonomisk. Blant disse faktorene spiller markedets likviditet en særlig rolle. Til slutt kommer vi inn på den rollen aksjemarkedet kan spille i forbindelse med omstrukturering gjennom for eksempel oppkjøp.

2.4.2 Prisene i aksjemarkedet

Resultatet i et selskap varierer med omsetning og priser på produkt og innsatsfaktorer (lønn, vareinnsats). Før aksjonærene i et selskap blir tildelt noen andel i selskapets inntjening, skal dessuten alle typer kreditorer få sin kontraktsmessige avkastning. Det innebærer at avkastningen på aksjekapitalen i et selskap vil variere mye mer over tid enn avkastningen på lån til selskapet. I tilfelle konkurs har dessuten aksjekapital lavere prioritet enn alle andre fordringer på selskapet. Derfor vil alt i alt risikoen knyttet til aksjer være større enn risikoen knyttet til eventuelle gjeldspapirer selskapet har utstedt. For en vel-diversifisert investor i et perfekt marked vil imidlertid risikoen knyttet til én aksje i det vesentlige avhenge av hvordan avkastningen på aksjen samvarierer med avkastningen på en diversifisert portefølje.

For at investorene i markedet skal være villige til å sitte med den mengden aksjer som er utestående i markedet, må den forventede avkastningen være lik *avkastningskravet* på aksjen. Avkastningskravet på aksjen er den relevante risikofrie renten pluss en kompensasjon for risikoen ved aksjen.

Prisen aksjen omsettes for, vil da tilpasses slik at den forventede avkastningen på aksjen er lik avkastningskravet. Gitt avkastningskravet vil altså en positiv nyhet som øker et aksjeselskaps forventede avkastning føre til at prisen på selskapets

aksjer stiger. Motsatt vil en økning i avkastningskravet, for eksempel på grunn av økt risiko, redusere aksjens pris gitt uendret forventet inntjening for selskapet.

En investor vil basere sin vurdering av et selskaps forventede avkastning og risiko på tilgjengelig informasjon. I følge den utbredte hypotesen om *markedseffisiens* vil prisen på en aksje i et effektivt marked reflektere all tilgjengelig informasjon, og prisen vil raskt tilpasses ny informasjon. I et fullt ut effisient aksjemarked tenker en seg ikke at prisen på en aksje blir bestemt av skjæringspunktet mellom en stigende tilbudskurve og en fallende etterspørselskurve, slik en gjerne tenker seg at prisen bestemmes i markedet for en vare. I et perfekt aksjemarked skal altså ikke en økning i tilbudet av en aksje *i seg selv* endre aksjekursen, med mindre økningen i tilbudet også gir informasjon til markedet.

I praksis kan en imidlertid ofte observere at prisen på en aksje faller dersom en stor aktør plutselig ønsker å selge mye av aksjen. Med andre ord ser det altså ut til at det er en fallende etterspørselskurve for aksjen. Det behøver imidlertid ikke være uforenlig med hypotesen om at prisene reflekterer tilgjengelig informasjon. Aktørene i aksjemarkedet vil på ethvert tidspunkt ha noe forskjellig informasjon om et selskap – eller ulike evner til å bearbeide alminnelig tilgjengelig informasjon om selskapet – og følgelig ulike oppfatninger av hva som er selskapets forventede inntjening. Dersom de dessuten har ulik oppfatning av risikoen ved aksjen, vil de også kunne ha noe forskjellig avkastningskrav til aksjen. Gitt slike mulige ulikheter mellom aktørene i markedet vil de opplagt også ha forskjellig betalingsvillighet eller reservasjonspris for aksjen. I et marked hvor aktørene har ulik betalingsvillighet for et gode, vil man kunne observere en fallende etterspørselskurve.

At kursen faller dersom en stor aktør selger seg ut i en aksje kan også ha en annen forklaring: De øvrige investorene i markedet tolker den store investorens salg som et tegn på at han har mottatt negative nyheter om selskapet. Følgelig nedjusterer de sine forventninger om selskapets inntjening, og aksjekursen faller.

Foruten forklaringer av prising basert på rasjonell økonomisk opptreden, påvirkes prisingen i aksjemarkedet av psykologiske og markedstekniske forhold. I enkelte tilfelle kan disse faktorene være helt dominerende.

2.4.3 Aksjemarkedet og allokering av kapital

Prisingen i annenhåndsmarkedet for aksjer skal bidra til at selskap som gir høy inntjening på den eksisterende kapitalen, kan bli tilført mer kapital og på den måten ekspandere, mens selskap som gir liten eller negativ inntjening hindres i å ekspandere.

En måte annenhåndsmarkedet kan bidra til allokering av kapital er følgende: Anta at prisen på aksjen i et selskap stiger på grunn av økt forventet inntjening i selskapet. Anta videre at selskapets ledelse vurderer å ekspandere selskapet ved å hente inn ny aksjekapital, det vil si å foreta en aksjeemisjon. For en gitt innbetaling av aksjekapital må de eksisterende aksjonærene gi fra seg en mindre andel av stemmene i selskapet jo høyere aksjekursen er i forhold til aksjens pålydende. Dermed kan det være mer attraktivt for selskapets eksisterende aksjonærer å godta en aksjeutvidelse dess høyere aksjekursen er i forhold til pålydende.

Dersom investorene i markedet systematisk overvurderer verdien av en aksje, vil det være meget lønnsomt for de eksisterende aksjonærene i selskapet å foreta en aksjeemisjon. På den måten kan de få overført verdier fra nye investorer som tegner seg i nyemisjonen. Men det betyr at et selskap som i virkeligheten ikke har særlig god avkastning på kapitalen kan bli tilført mer kapital. Motsatt dersom investorene i markedet systematisk undervurderer aksjen i forhold til dens sanne verdi. Da vil en emisjon innebære at de eksisterende aksjonærene gir bort verdier. På den måten

kan et selskap som egentlig har en høy avkastning likevel hindres i å skaffe seg mer kapital gjennom aksjemarkedet.

For at aksjemarkedet skal kunne utøve allokeringsfunksjonen, må altså prisene på aksjene bli satt riktigst mulig, det vil si at de må reflektere mest mulig informasjon om selskapene. Bedre informasjonsflyt fra et selskap gir således riktigere pris, i den forstand at prisutviklingen på selskapets aksjer reflekterer den underliggende økonomiske utviklingen i selskapet. Riktige priser forutsetter også at prisen ikke manipuleres for eksempel ved at store investorer i en aksje utnytter sin markedsmakt i aksjen overfor mindre aksjonærer.

Annenhåndsomsetningen i aksjemarkedet er meget stor i forhold til det beløpet aksjeselskapene henter inn som ny kapital i aksjemarkedet. I 1994 var totalomsteningen for aksjer på Oslo Børs 124,5 mrd. kroner, mens det ble emittert aksjer for 12,5 mrd. Ettersom det kreves bruk av ressurer for å holde denne omsetningen i gang, kan en spørre seg om like mye kapitaltilførsel hadde vært mulig med mindre annenhåndsomsetning. Det ville nok latt seg gjøre å ha like mye emisjon med mindre aktivitet i annenhåndsmarkedet. Da ville imidlertid aksjeemisjoner vært dyrere ved at de eksisterende eiere måtte slippe inn nye eiere til lavere pris. Dette har sammenheng med aksjemarkedets likviditet.

2.4.4 Likviditeten i aksjemarkedet

Et verdipapir kan sies å være mer likvid dess større sjanse det er for at en aktør i markedet til ethvert tidspunkt kan selge papiret med liten prisrisiko. Jo større aktøren er i markedet for en aksje, jo mer sannsynlig er det at han ikke kan selge hele beholdningen av aksjen uten at prisen synker. Det kan skyldes at den store aktøren står overfor en fallende etterspørselskurve for denne aksjen, eller at hans salg antas å representere en dårlig nyhet om forventet inntjening i selskapet. Jf. diskusjonen i 2.4.2. I prinsippet kan en derfor si at et verdipapir er mer likvid jo mindre prisfall som utløses når en aktør selger en gitt mengde av papiret. I praksis finnes det imidlertid ikke et entydig og operasjonelt mål for hvor likvid et bestemt verdipapir er. Derimot er både spreaden, det vil si forskjellen mellom kjøpskurs og salgskurs, og omsetningsvolumet av et papir gode indikatorer på likviditeten i papiret.

Når markedet for en aksje er meget likvid, kan altså en investor selge aksjen uten at han får et ekstra tap ved at aksjekursen synker, dersom han skulle trenge pengene til andre formål, eller hvis han skulle vurdere andre investeringer som mer interessante. Et likvid verdipapirmarked forutsetter mange aktører som kontinuerlig er villig til å kjøpe eller selge i markedet. Liten omsetning av en aksje gjør det altså vanskeligere for en investor å få solgt aksjene akkurat når man vil. Dermed vil investoren kreve kompensasjon i form av høyere avkastning for å sitte med aksjen, noe som øker kapitalkostnadene for selskapet. Større omsetningsvolum i annenhåndsmarkedet bidrar altså til å redusere selskapenes kapitalkostnader.

Lav likviditet i en aksje kan representere et samfunnsøkonomisk tap ved at det til selskapets kapitalkostnad kommer en ekstra premie som ikke reflekterer underliggende økonomiske forhold ved selskapet.

I et likvid aksjemarked med mange aktører blir det også mindre muligheter for å manipulere aksjeprisene. Det bidrar til riktigere priser i den forstand at de bedre reflekterer de underliggende økonomiske forholdene i selskapene.

Likeledes vil flere informasjonssøkere i aksjemarkedet gjøre det vanskeligere for dem som har eksklusiv tilgang til verdifull informasjon, å holde den for seg selv. Slik sett kan mange aktører i aksjemarkedet bidra til bedre informasjonsflyt og dermed riktigere priser i markedet. Det vil også motvirke den urettferdigheten som lig-

ger i at de som bruker eksklusiv informasjon kan tjene stort på bekostning av andre aktører i markedet.

Et likvid aksjemarked krever at mange aktører benytter ressurser på å kjøpe og selge aksjer ofte, det som ofte omtales som henholdsvis spekulasjon og arbitrasje, avhengig av om aktørene tar markedsrisiko eller bare jevner ut priser mellom markeder. (Se avsn. 2.5.5 for en nærmere forklaring av begrepet arbitrasje.) Virksomhet som market maker (jf. NOU 1995:1 avsn. 3.6.2) har elementer i seg både av spekulasjon og arbitrasje. Slik bruk av ressurser har imidlertid en samfunnsøkonomisk nytte ved å gjøre verdipapirmarkedet likvid, og dermed bidra til riktigst mulig priser i markedet.

2.4.5 Hvor riktige er prisene i aksjemarkedet?

Ut fra resonnementene over kunne det være fristende å tro at dess flere aktører det er i aksjemarkedet, dess riktigere vil prisene være. Det gjelder imidlertid ikke generelt. Flere investorer handler ikke i aksjemarkedet på grunnlag av faktisk informasjon, men på grunnlag av «pseudo»-informasjon som diverse rykter eller mindre kvalifiserte råd fra profesjonelle «forståsegpåere». Vi kan kalle disse investorene «støy-handlere»(engelsk: «noise traders»). Så lenge det er mange små slike «støy-handlere» og det er tilfeldige rykter eller råd de handler på grunnlag av, vil de til sammen ikke ha noen systematisk innflytelse på aksjeprisene. Problemet er imidlertid at «støy-handlerne» ofte handler på grunnlag av de samme ryktene eller de samme ukvalifiserte råd. Dermed vil de også bidra til at aksjeprisene systematisk avviker fra det vi har kalt de riktige prisene. «Støy-handlere» kan i visse tilfelle også gi opphav til såkalte bobler i aksjemarkedet, det vil si perioder hvor prisene stiger eller synker vedvarende uten at det reflekterer noen fundamentale økonomiske forhold.

En måte å motvirke den feilprisingen av aksjer som «støy-handlerne» gir opphav til, kan være å la de aktørene som sitter med mest faktisk informasjon om de enkelte selskapene, det vil si innsidere, handle friere i aksjen. Spørsmålet om innsidehandel behandles nærmere i *"Hensynene bak reguleringen av innsidehandel"* i punkt 2.5.1.4

Det er flere andre grunner enn eksistensen av «støy-handlere» som bidrar til feilprising av aksjer. F. eks. kan ulike investorer være underlagt ulike skatteregler eller systemer for verdipapirregulering. En investor som står overfor en helt annen effektiv skattesats enn andre, kan stille helt andre kjøps- eller salgskurser enn de øvrige investorene, selvom de har akkurat det samme informasjonsgrunnlaget og vurderer informasjonen likt. Er det tilstrekkelige mange investorer som på denne måten stiller avvikende priser, vil det opplagt påvirke de prisene det faktisk blir handlet til, og dermed bidra til feilprising.

2.4.6 Oppkjøp og restrukturering

Om et selskap gjennom oppkjøp av aksjer får full kontroll over et annet selskap, kan det på flere måter representere en samfunnsøkonomisk gevinst. For eksempel vil ofte det kjøpende selskapet kunne tilføre det oppkjøpte selskapet en mer effektiv driftsmåte. Om det er stordriftsfordeler i bransjen, vil de to selskapene drives mer effektivt sammen enn hver for seg. Om såkalte breddefordeler realiseres ved oppkjøpet, innebærer det kostnadsfordeler ved produksjon og distribusjon innenfor samme selskap selvom selskapene har forskjellige sluttprodukter. Hvis det kjøpende selskap driver en virksomhet som er langt mer lønnsom enn hva det oppkjøpte selskapet gjør, kan ofte produksjonskapitalen og arbeidskraften som er i det opp-

kjøpte selskapet, settes inn i den mer lønnsomme virksomhet. På den måten kan bedriftsoppkjøp bidra til en samfunnsøkonomisk ønskelig omstrukturering av næringslivet.

Bedriftsoppkjøp kan også være motivert utfra et ønske om å skaffe seg makt i markedet for selskapets sluttprodukter. Et slikt oppkjøp som kan være privatøkonomisk lønnsomt, vil ikke nødvendigvis være samfunnsøkonomisk ønskelig på grunn av redusert konkurranse i produktmarkedene. Noe spesifikt for selskaper som er finansiert ved aksjer notert på børs, er slike oppkjøp ikke. Det tillegger konkurransemyndighetene gjennom konkurranseloven å stoppe oppkjøp som forhindrer tilstrekkelig konkurranse i produktmarkedene. En bør neppe ta sikte på å regulere denne konkurransen gjennom verdipapirloven.

Det er gjort noen få empiriske studier av bedriftsoppkjøp via aksjemarkedet i Norge. Eckbo og Solibakke (1991) har blant annet undersøkt hvorvidt investorene i det norske aksjemarkedet i perioden 1983 til 1989 forventet at oppkjøp av et selskap bidro til å øke oppkjøpsmålets fremtidige inntjening. De finner støtte for denne hypotesen ved at de, ikke overraskende, finner en systematisk økning i prisen på oppkjøpskandidaten rundt annonsering av et oppkjøpsforsøk. Dette funnet kan vanskelig tolkes som et tegn på at norske aksjeselskaper systematisk er underpriset, slik det ofte er blitt hevdet. Det viser seg nemlig at om oppkjøpsforsøket ikke var vellykket, ble stort sett den initiale prisøkningen reversert. Dersom et selskap var underpriset før annonseringen av et forsøk på oppkjøp, er det ingen grunn til at prisen på selskapet skulle synke tilbake til en for lav pris, hvis oppkjøpet ikke ble noe av. Investorene i markedet skulle jo da ha blitt klar over at verdien av selskapet opprinnelig var for lavt vurdert.

Muligheten for at et selskap kan bli kjøpt av andre og muligens omstrukturert, kan virke som et insentiv for ledelsen i selskapet til å drive mest mulig lønnsom virksomhet. Dette aspektet ved oppkjøp blir nærmere behandlet i under *"Aksjemarkedet som et marked for selskapskontroll"* i avsnitt 2.5.3.

I et selskap hvor aksjene holdes av én eller noen få aksjonærer, vil ofte disse i utgangspunktet være negativt innstilt til et oppkjøpstilbud fra et annet selskap. De kan være redd for å miste kontrollen over «sitt» selskap og tap av prestisje. Er derimot aksjen holdt av mange mindre aksjonærer, har de neppe de samme motiver for å motsette seg et oppkjøp. Dess større annenhåndsomsetning det er av aksjen, jo mindre prisøkning risikerer en oppkjøper å forårsake. Det reduserer de finansielle kostnadene forbundet med et oppkjøp. Jo mer likvid aksjen i et selskap er, dess bedre er altså mulighetene for å foreta et oppkjøp av selskapet.

2.4.7 Noen problemer i forbindelse med oppkjøp

All oppkjøpsvirksomhet krever bruk av realressurser. Så lenge det kjøpende selskapet forventer at fortjenesten ved et oppkjøpsforsøk er større enn kostnadene, vil det ønske å forsøke oppkjøp. I en del tilfeller er imidlertid oppkjøpers forventede fortjeneste bare en ren overføring fra de eksisterende aksjonærene i det oppkjøpte selskapet til det kjøpende selskapet. To eksempler på slike overføringer er det som kalles «greenmailing» og utnyttelse av markedsmakt overfor resterende aksjonærer.

Ved *greenmailing* utnytter det kjøpende selskap den motviljen ledelsen i oppkjøpskandidaten har mot å bli kjøpt opp. Oppkjøperen skaffer seg en så stor post i aksjen at ledelsen føler trusselen om oppkjøp. Deretter gis ledelsen et tilbud fra det kjøpende selskapet om å kjøpe tilbake aksjene til en kurs høyere enn det det kjøpende selskapet betalte, mot at oppkjøperen binder seg til ikke å gjøre nye forsøk på å overta selskapet. For å avverge oppkjøpet vil ledelsen ofte være villig til å akseptere et slikt tilbud. Men når de bruker selskapets midler på denne måten er det en

ren verdioverføring fra aksjonærene i oppkjøpskandidaten til oppkjøper. Etter dagens aksjelov har et selskap ikke lov å kjøpe sine egne aksjer. Derfor er ikke slik greenmailing aktuelt i Norge. Dersom et selskap derimot kunne kjøpe egne aksjer uten begrensning, men aksjonærene i oppkjøpskandidaten kunne kontrollere ledelsens handel med aksjer utstedt av selskapet på andre måter, ville et slikt forsøk på greenmailing normalt ikke lykkes. I forslaget til reform av aksjeloven (Ot prp 36 (1993-94)) var det foreslått at et selskap kunne kjøpe inntil ti prosent av aksjene i eget selskap. Dette er neppe nok til å kunne kontrollere selskapet, og en ville sannsynligvis heller ikke kunne gjennomføre en greenmailing med en slik begrensning på aksjeeiet.

Ved å kjøpe opp mesteparten av de utestående aksjene i et selskap som fra før har en meget likvid aksje, kan oppkjøperen skaffe seg en sterk markedsmakt som kan utnyttes overfor de aksjonærene som fortsatt sitter med aksjen. Etter et slikt stort oppkjøp, vil annenhåndsomsetningen av aksjen bli betydelig mindre, det vil si at den blir mindre likvid. Det vil føre til et fall i aksjeprisen. Hvis prisen før oppkjøpene begynte, var riktig utfra de underliggende økonomiske forhold i selskapet, vil det si at aksjen nå blir underpriset. Dermed vil de resterende aksjonærene være villig til å selge aksjen til oppkjøperen til en for lav pris, og oppkjøperen skaffer seg en fortjeneste på deres bekostning. Dette bidrar ikke bare til å gjøre oppkjøp uten verdiskapning privatøkonomisk lønnsomt, men kan også sies å være i strid med alminnelige rettferdighetsnormer. Oppkjøp som bare er lønnsomme på grunn av slik utnyttelse av aksjonærer, kan imidlertid forhindres for eksempel ved såkalt tilbudsplikt. Det vil si at når oppkjøper har ervervet en viss andel av aksjene i et selskap, plikter han å gi de resterende aksjonærer tilbud om å selge til minst samme pris som det oppkjøperen har betalt for de aksjene han allerede har kjøpt. I under*"Kontroll via trussel om oppkjøp"* i avsnitt 2.5.3.5 er noen mulige ulemper ved en slik tilbudsplikt nevnt.

I de to tilfellene vi har sett på her, kan altså oppkjøp være privatøkonomisk lønnsomt selvom det ikke skjer noen verdiskapning. Tvert imot det benyttes realressurser på selve transaksjonene, uten at det skapes verdier gjennom effektivisering. Disse typene av oppkjøp er åpenbart ikke samfunnsøkonomisk lønnsomme.

Det finnes også andre måter et kjøpende selskap kan drive verditapping av minoritetsaksjonærene i det oppkjøpte selskapet på. Oppkjøperen kan skaffe seg kontroll over selskapet uten å kjøpe opp alle aksjene og sette inn styre og ledelse som er lojale mot det oppkjøpende selskapet. Gjennom denne ledelsen kan det kjøpende selskapet skaffe seg råvarer eller realkapital fra det selgende selskapet til en pris under markedspris, og på den måten overføre verdier fra de gjenværende minoritetsaksjonærene. En forutsetning for at en slik verditapping skal kunne skje, er imidlertid at det ikke er noen konkurranse mellom potensielle oppkjøpere. Anta, som et ekstremt eksempel, at en oppkjøper på den nevnte måten kan skaffe seg 100 prosent av et selskaps verdi ved bare å kjøpe 67 prosent av selskapets aksjer. I et velfungerende aksjemarked ville imidlertid konkurrerende oppkjøpere som ser den samme muligheten til å utnytte minoritetsaksjonærene, by opp kursen på aksjene. Denne konkurransen mellom potensielle oppkjøpere vil da i prinsippet føre til at oppkjøperen må betale 100 prosent av selskapets verdi for å skaffe seg 67 prosent av aksjene. Dermed blir minoritetsaksjonærene likevel kompensert for en slik mulig verditapping, nettopp på grunn av konkurranse mellom potensielle oppkjøpere.

Hvorvidt det likevel kan foregå en slik overføring av verdier fra minoritetsaksjonærer i forbindelse med oppkjøp i det norske aksjemarkedet, er et empirisk spørsmål. Eckbo og Solibakke (Eckbo, E. og P. B. Solibakke, Bedriftsoppkjøp og internasjonalisering. *Beta 2/1991*,1 – 24.) finner ikke støtte for en hypotese om at minoritetsaksjonærene systematisk utnyttes ved oppkjøp. Deres studie tyder heller

på at markedsverdien av minoritetsaksjonærenes eierandeler øker ved et vellykket oppkjøp.

2.4.8 Markedet for gjeldspapirer

Dette markedet blir nærmere behandlet i under *"Sertifikat- og obligasjonsmarkedet"* i avsnitt 2.5.4. Her skal det bare nevnes den betydning et annenhåndsmarked har for selskapenes lånekostnad.

Gjeldspapirer har enten avtalt fast rente helt til forfall, eller det er på forhånd bestemt når renten kan justeres. Dess lavere pris papiret omsettes for i annenhåndsmarkedet, dess høyere er den effektive renten på papiret. For at investorene skal være villige til å sitte med hele det utestående i et bestemt papir, må kursen være slik at den effektive rente er lik avkastningskravet på papiret. Dette avkastningskravet vil blant annet avhenge av konkursrisikoen for det utstedende selskapet, og, på samme måte som for aksjer, av hvor likvid papiret er. Større likviditet gir lavere avkasningskrav og følgelig lavere effektiv rente på papiret. Når et selskap skal refinansiere et lån, eller utvide et eksisterende lån, er selskapets marginale lånekostnad lik den effektive renten på selskapets gjeldspapir. Det vil si at dess mer likvid gjeldspapirene er, eller dess større annenhåndsomsetningen er, dess lavere vil, alt annet likt, selskapets marginale lånekostnad være.

2.5 FAKTORER SOM PÅVIRKER ANNENHÅNDSMARKEDET

2.5.1 Prisenes informasjonsinnhold, rettferdige og riktige priser

2.5.1.1 Faktorer som inngår i en investeringsbeslutning

Det er naturlig å skille mellom to former for investeringer. Porteføljeinvesteringer og strategiske investeringer.

Ved porteføljeinvesteringer vil investor normalt vurdere sine investeringer på basis av tre faktorer:
–forventet avkastning
–forventet likviditet
–risiko

Et verdipapirs markedskurs avspeiler markedsaktørenes vurdering av nåverdien av de beløp som i fremtiden vil komme til utbetaling til innehaver av verdipapiret. Det vil si utbytte og proveny ved eventuelt salg, justert for skatt og omkostninger. Nåverdien vil påvirkes av forventninger til verdipapirets likviditet og samlet risiko tilknyttet investeringen.

Bildet for strategiske investeringer kan være mer sammensatt. Ved strategiske investeringer vil investor normalt ønske å øve innflytelse på utstederen av det aktuelle verdipapiret eller andre investorer i samme verdipapir. En strategisk investor kan derfor være villig til å betale en høyere kurs for et verdipapir enn en finansiell investor, for eksempel fordi investoren gjennom fusjon eller nært samarbeid ønsker å oppnå synergivirkninger eller skalafordeler. Et annet motiv kan være å påvirke konkurransesituasjonen i et marked.

Investorer vil normalt sett legge stor vekt på forventninger til verdipapirets likviditet i sine investeringsvurderinger. Ved kortsiktige investeringer vil god likviditet ha særlig stor betydning. Forskjellige forhold vil stimulere aktørenes deltagelse og dermed øke likviditeten i verdipapirmarkedet. En hensiktsmessig lovgivning vil redusere betydningen av andre risikofaktorer enn den spesifikke risiko som er knyttet til det enkelte selskap. Risiko for manglende evne til riktig oppgjør, for-

fordeling av investorer på grunn av innsidehandel, manipulasjon av markedspriser og forekomst av andre former for urimelige forretningsmetoder kan gjøre et marked og dermed alle verdipapirene der lite attraktive for store grupper av investorer. Motsatt vil markeder med god infrastruktur og godt renommé tiltrekke seg en større krets av investorer. Dette vil isolert sett bidra til bedre likviditet, lavere krav til risikokompensasjon og riktigere og mer stabil prising av verdipapirene.

Også på andre plan kan regulering bidra til å skape et likvid marked, f.eks. ved at forholdene legges til rette for at meglerhus skal kunne drive med «market-making», dvs. stille forpliktende kjøps- og salgskurser.

Jo større risikoen vurderes å være, jo høyere vil risikopremien måtte være. Alt annet likt vil dette gi lavere verdier på de noterte verdipapirer. Det er flere reguleringer som kan redusere usikkerhet omkring verdipapirhandel og skape et marked der investor bedre kan forutberegne effekten av sine disposisjoner. Blant dem er regler som bidrar til en «korrekt» kursfastsettelse til enhver tid, f.eks. en informasjonsplikt for selskaper og øvrige aktører om kurssensitive forhold (jf. 2.5.1.2 nedenfor), en plikt for selskapsledelsen til å likebehandle aksjonærer etc.. Regler om tilbudsplikt overfor minoritetsaksjonærer ved større aksjekjøp kan også bidra til å gjøre det enklere for investor å forutberegne effekten av sine disposjoner, jf. under*"Noen problemer i forbindelse med oppkjøp"* i avsnitt 2.4.7. Slike regler kan redusere risikoen ved å investere i aksjer og gjøre investeringer i aksjene mer attraktive.

2.5.1.2 Informasjonens betydning for verdipapirkursen

For porteføljeinvesteringer vil investor basere sin vurdering av fremtidig avkastning, risiko eller likviditet på relevant *informasjon*.

Forholdet mellom informasjon og markedskurs har vært gjenstand for betydelig oppmerksomhet i økonomisk teori. Sammenhengen har bl.a. kommet til uttrykk gjennom hypotesen om markedseffisiens. Den går ut på at verdipapirkursen i et effektivt marked reflekterer all tilgjengelig informasjon, og kursen tilpasses raskt ny informasjon som kommer til.

Av dette følger det at aksjekursene i seg selv må være bærere av viktig informasjon. De gir signal om hvor kapitalen bør kanaliseres. Positiv kursutvikling kan være et signal om at selskapet driver virksomheten godt og er på rett vei. Negativ kursutvikling kan derimot være et signal om at selskapet bør omstrukturere og konsentrere seg om markeder der det har komparative fortrinn, og kanskje at det bør skifte ut ledelsen.

På grunn av den betydningen informasjon har for verdipapirets markedsverdi, er dette viet mye oppmerksomhet ved reguleringen av verdipapirmarkedet.

2.5.1.3 Kursrelevant informasjon

Dersom aktørene i annenhåndsmarkedet er informert om kursrelevant informasjon vil dette som tidligere nevnt bidra til en mer «korrekt» kursfastsettelse til enhver tid. Når kursrelevant informasjon reflekteres i verdipapirkursen, har det mindre betydning for den enkelte investor å innhente og analysere informasjonen. Kursnoteringene brukes som veiledning for «riktig» kurs. Uten forventninger om et informert marked og derigjennom «riktige» kurser, er det grunn til å tro at interessen for deltagelse i markedet vil bli svekket. Dette er et viktig argument for å stille krav om at kurssensitiv informasjon gjøres tilgjengelig for markedsaktørene. Et annet viktig argument for et informasjonskrav er at det bidrar til å sikre lik og samtidig informasjon til markedsaktørene.

Verdipapirutstedere vil normalt ha interesse av et velfungerende marked for «egne» verdipapirer. Dette er imidlertid ikke tilstrekkelig for at foretakets ledelse alltid vil sørge for at markedet får kurssensitiv informasjon hurtigst mulig. Ledelsen kan f.eks. ønske å holde tilbake negativ informasjon for derved å tegne et bedre bilde av selskapet enn hva tilfelle er. Det kan være motivert ut fra ønske om å få tilført selskapet ny kapital, kreditt etc., eller ut fra ledelsens ønske om å utnytte den fortrolige informasjonen til egen vinning.

Med bakgrunn i sammenhengen mellom verdipapirkurs og informasjon kan det således være ønskelig å pålegge selskapene og aktørene en hurtig informasjonsplikt overfor markedet.

Eksempler på slike pålegg kan være:

–Opplysningsplikt for selskapet om artsbestemte opplysninger, f.eks. styrets forslag eller beslutninger om utbytte, forhøyelse eller nedsettelse av aksjekapitalen.
–En opplysningsplikt for foretaket om periodiske regnskapstall, dvs. årsoppgjør og delårsrapporter, eventuelt også meldinger om viktige begivenheter som kan påvirke kursen (såkalte «early warnings»).
–Meldepliktig verdipapirhandel. Selskapene har en meldeplikt overfor børsen for styremedlemmers, administrerende direktørs og ledende ansattes (dvs. primærinnsideres) verdipapirhandel i «eget» selskap.
–Flaggingsregler ved større aksjeerverv eller aksjesalg. Her får investor en opplysningsplikt overfor børsen som igjen sørger for at informasjonen blir offentliggjort.

Verdipapirutstederes regnskaper er et viktig grunnlag for å bedømme selskapets økonomiske stilling. Regnskapenes informasjonsverdi avhenger av at bildet regnskapstallene gir er riktig. Det kan derfor være hensiktsmessig å ha en spesiell kontroll med verdipapirutstedende selskapers regnskaper.

Opplysningsplikten har også negative sider. Dersom en har en for streng opplysningsplikt, vil det kunne skade verdipapirutstedende foretak i de tilfeller der hemmeligholdelse av informasjon er en forutsetning for å kunne gjennomføre et prosjekt, f.eks. oppkjøp av et annet foretak. Dette må en ta hensyn til ved utforming av en eventuell opplysningsplikt.

Innhenting, bearbeiding og offentliggjøring av informasjon har også en «produksjonskostnad». Dersom man krever offentligjøring av mye informasjon vil kostnadene øke, og for store krav til å offentliggjøre informasjon kan resultere i at virkelig *kursrelevant informasjon* ikke kommer klart nok til syne.

Det vil derfor være fornuftig å begrense informasjonsplikten til informasjon som normalt eller ofte vil være relevant for investeringsbeslutninger, dvs. kurssensitive opplysninger. Det betyr at den må knyttes til spesifikke opplysninger som normalt eller ofte er kurssensitive, f.eks. opplysninger om erverv av store aksjeposter, opplysninger om periodiske regnskapstall, opplysninger om primærinnsideres verdipapirhandel i egne selskaper etc.. Derfor kan det være hensiktsmessig at informasjonsplikten også knyttes til det mere generelle vilkåret, «kurssensitivitet», der det eventuelt oppstilles unntak for spesielle situasjoner.

2.5.1.4 Hensynene bak reguleringen av innsidehandel

Innsidehandel er kjennetegnet ved at forskjellige investorer ved kjøp eller salg av verdipapirer har ulik tilgang til informasjon. Dette betyr ikke at det nødvendigvis foreligger innsidehandel dersom ikke alle som handler har samme kunnskapsnivå. Forskjellig innsikt og vurderinger kan nettopp være bakgrunnen for handel. Transaksjoner gjort på grunnlag av ulike analyser av samme offentlige tilgjengelige infor-

masjon er ikke innsidehandel. Det er derimot handel basert på kurssensitiv informasjon som ikke er alment kjent eller tilgjengelig.

Selv om man pålegger aktørene en omfattende opplysningsplikt, kan det gå tid fra kurssensitiv informasjon foreligger, til informasjonen er offentliggjort i markedet. Som nevnt er det i noen situasjoner legitimt å ikke offentliggjøre kurssensitiv informasjon. Fram til alle har tilgang på den primære informasjon vil forskjeller i kunnskapsnivået blant investorer kunne utnyttes av de som er mest informerte. Det er en utbredt oppfatning internasjonalt at bruk av innsideinformasjon vil undergrave tilliten til verdipapirmarkedet. Tillit til markedet antas å være en forutsetning for å få et likvid marked, og således også en forutsetning for kapitaltilførsel via emisjoner.

Om insideregulering faktisk har betydning for investorers deltakelse i verdipapirmarkedet er vanskelig å måle. Uavhengig av tillitsargumentet kan det hevdes at innsidehandel bryter med rettferdighetsforestillinger, f.eks. dersom et selskaps ledelse kan redusere konsekvensene av eller til og med profittere på kursfall som skyldes ledelsens gale beslutninger.

Misbruk av innsideinformasjon kan også ramme foretaket på forskjellige måter:
–Foretakets omdømme kan bli skadet.
–Foretakets virksomhet kan bli influert på en uheldig måte ved at ledelsen ønsker å profittere på innsidehandel (jf. ovenfor).
–Muligheten for misbruk av innsideinformasjonen kan gjøre det umulig eller mer kostbart å gjennomføre et prosjekt.

Innsidehandelreguleringens internasjonale utbredelse kan tale for å ha en tilsvarende regulering i nasjonal rett. Dersom kvaliteten på den innenlandske reguleringen på dette området ikke er like gode som i de utenlandske verdipapirmarkeder, kan det bidra til at utenlandske investorer i mindre grad går inn i det norske markedet og at norske investorer i større grad går inn i utenlandske markeder.

Det har også vært framført argumenter som taler mot å regulere innsidehandel. Blant annet har det vært hevdet at verdipapirutstedende foretak bør kunne tillate sine ledende ansatte å utnytte innsideinformasjon som belønning for aktivt arbeid med å bedre foretakets stilling. For aksjonærene kan det være billigere og mer effektivt å avlønne sine ansatte på denne måten. Slik handel vil imidlertid lett gå utover de øvrige aksjonærene i selskapet. Videre har det vært påpekt at innsidehandel bidrar til at kurssensitiv informasjon raskere blir reflektert i prisen og dermed medvirker til å kanalisere kapitalen der den gir best avkastning. Ulempene ved innsidehandel kan dermed betraktes som en kostnad for å få reflektert (innside)informasjon i verdipapirkursen.

2.5.2 Markedsplassfunksjoner

Et velfungerende regulert verdipapirmarked er avhengig av at selve markedsplassen fungerer effektivt og på en tillitvekkende måte til lavest mulige kostnader.

I det følgende vil det bli gitt en nærmere drøfting av ulike markedsplassfunksjoner som kan være av betydning for aktiviteten i annenhåndsmarkedet.

2.5.2.1 Teknologi

Den teknologiske utviklingen har vært en viktig faktor i den økende konkurransen som observeres mellom de forskjellige verdipapirmarkedene. I et økende antall land har de tradisjonelle børsgulvene veket plassen til fordel for elektroniske markedsplasser. Det har også gjort det mulig for institusjoner som ikke har sin bakgrunn i

de tradisjonelle børsene, å etablere elektroniske handelsplasser som f.eks. Tradepoint i London.

For børsene innebærer konkurranse fra andre børser og elektroniske markedsplasser at selve handelssystemet har blitt en viktig konkurransefaktor. Et foreldet handelssystem vil lede aktiviteten i annenhåndsmarkedet til andre og mer effektive markedsplasser.

Sett fra en samfunnsøkonomisk synsvinkel kan det argumenteres for at forholdene bør legges til rette for at den regulerte markedsplassen videreføres, særlig med tanke på de ikke-profesjonelle investorene som ikke har den samme markedskunnskapen som de profesjonelle investorene.

2.5.2.2 Kostnader

Både kostnadene for utstedere, meglere og investorer vil kunne påvirke aktiviteten på markedsplassen. Børsenes kostnader vil måtte veltes over på selskapene som noteres, meglere og investorer. Selskapene vil ønske notering på børser med lave noteringsavgifter og god likviditet, samtidig som handelen vil trekkes mot markedsplasser med lave kostnader.

For investorene består kostnadene av direkte kostnader til megler/handelsplass, skatter og avgifter og spreaden dvs. forskjellen mellom kjøps- og salgskurs.

Likviditeten i markedet vil være av stor betydning både for investorenes kostnader og for kostnadene for selskapet med å reise ny kapital, jf. under*"Likviditeten i aksjemarkedet"* i avsnitt 2.4.4. Lav likviditet fører normalt til høyere spread og dermed høyere kostnader for investorene.

En annen viktig kostnadskomponent for markedsplassen er omfanget av de oppgaver som er tillagt børsen i lover og forskrifter. Oppgavene på dette området vil typisk variere mellom børsene. Børser med få oppgaver vil da typisk ha lavere kostnader enn andre børser. På den annen side kan kostnadene til tilsynsorganene være høyere. Det er således de samlede kostnadene for selskap og investor som påvirker konkurransesituasjonen. Fordelingen mellom institusjonene behøver ikke å være like interessant. Her kan det imidlertid tenkes at deler av tilsyns- og kontrolloppgavene finansieres over skatteseddelen. I så fall vil også selskapenes totale kostnader variere mellom land.

2.5.2.3 Systemet for prissetting

I tillegg til kostnadene ved å handle på markedsplassen, vil systemet for prisfastsettelsen kunne være av betydning for aktivitetsnivået. Det kan skilles mellom to hovedsystemer; et ordredrevet og et prisdrevet system, og mellom kontinuerlig handel og tidsbegrenset handel. Uansett system kan handelen finne sted på et tradisjonelt børsgulv, i elektroniske handelssystemer eller i en kombinasjon av disse.

Historisk sett har børsmarkedene vært lite integrerte. De mange måtene å organisere handelen på har da også ført til at nesten alle børsene har sin spesielle prisdannelsesstruktur, selv om de alle sammen bygger på de samme hovedprinsipper. Mens de europeisk kontinentale børsene i stor grad har vært ordredrevet, har de angloamerikanske systemene i sterkere grad vær prisdrevet. De siste årene har det også vært en trend i retning vekk fra periodiske auksjoner og over i kontinuerlig handel. Den elektroniske handelen har gjort det enklere med kontinuerlig handel.

De ulike investorgruppene i verdipapirmarkedet kan ha ulike ønsker om hvordan handelen skal utføres, men vil generelt ønske å handle i et likvid marked med «rettferdige» og stabile priser til lavest mulige kostnader.

I et prisdrevet system vil det være en eller flere «market makere» som har forpliktet seg til å stille bindene priser for kjøp og salg. Fordelen med dette systemet er at investor umiddelbart kan få effektuert sin ordre til en på forhånd kjent pris. I et ordredrevet system vet ikke investor på forhånd til hvilken pris handelen skal omsettes. Investor kan legge inn ordren enten som en markedsordre hvor megler kjøper eller selger til gjeldende markedspris, eller som en limit ordre hvor investor spesifiserer øvre og nedre pris for å gjennomføre transaksjonen. I det siste tilfellet risikerer investor å ikke få utført sin ordre.

I et ordredrevet system vil en større ordre lett kunne føre til prisutslag. I et prisdrevet system vil ikke de andre markedsaktørene se hva som ligger til grunn av kundeordre for «market makers» prising. Investorgrupper som har preferanser for type handelssystem vil naturligvis søke seg mot de systemene som tilfredsstiller deres ønsker. På Oslo Børs er i dag aksjehandelen hovedsakelig basert på ordrer, mens i obligasjonsmarkedet er omsetningen i stor grad prisdrevet.

På SEAQ International i London vil man kunne handle de mest likvide norske aksjene i et prisdrevet system. Dette trekker i retning av at investorer med preferanser for prisdrevet omsetning vil søke seg til London. Valg av prissystem vil dermed kunne få betydning for aktivitetsnivået.

Synliggjøringen av ordreboken, det være seg i et prisdrevet eller ordredrevet system vil også kunne få markedsmessige konsekvenser. På Oslo Børs er det eksempelvis bare meglerne som kan se alle ordrene i hele ordreboken. Investorene ser bare det aggregerte volumet av de ordrene som ligger inne med beste kjøps- og salgskurs og vil derfor ikke kunne se hvor store volum som ligger til grunn for prisene. I markeder hvor ordreboken er offentlig tilgjengelig for både rene mellommenn, «market makere» og investorer, blir konkurransen større, noe som kan bidra til å redusere spreaden. For større aktører kan imidlertid en åpen ordrebok gjøre det vanskeligere å skjule sine intensjoner noe som kan føre til dårligere pris. Markedet vil ikke kunne skille hvorvidt større handler er motivert utfra offentlig eller privat informasjon, og kursutslagene vil således kunne bli større enn om ordrene i sterkere grad kunne «skjules». Dette kan i neste omgang føre til redusert aktivitet i store ordre. Ved bare delvis offentliggjøring av ordreboken, som f.eks. at bare beste kjøps- og salgskurser vises i ordreboken, blir prisingen mindre presis og det blir vanskeligere å vurdere styrken i spreaden, dvs hvor store volum som ligger bak spreaden. Spreaden vil imidlertid vanligvis bli mindre volatil, slik at delvis offentliggjøring ikke behøver å være en ulempe for investorene.

I mindre likvide aksjer og obligasjoner kan kontinuerlig handel gi så stor spread at aktiviteten blir minimal, både i et ordredrevet og i et prisdrevet system. Et alternativ kan da være å gå over til periodisk handel, dvs. at ordrene samles opp og kun omsettes én eller to ganger i løpet av en dag. Grunnlaget for prisingen blir bedre og spreaden vil reduseres og volatiliteten avtar. For investorene ligger det imidlertid også en kostnad i å måtte vente til neste omsetningsrunde med å handle.

Det synes lite hensiktsmessig å regulere offentlig hvilke prissystem som markedet skal benytte. Det bør være opp til markedsplassen å sørge for at prissystemet er konkurransedyktig i forhold til andre markedsplasser. Likevel vil som nevnt, prissystemet kunne påvirke aktiviteten i markedet, og det er mye som taler for at den enkelte børs vil måtte tilby en større fleksibilitet i måten ordrene utføres på enn hva som hittil har vært praksis. Dagens regelverk som begrenser fondsmeglerforetakenes anledning til å handle aksjer for egen regning har langt på vei regulert aksjehandelen mot et ordredrevet system, se forøvrig NOU 1995:1. Problemstillingen er nærmere drøftet i NOU 1995:1, og lovforslagene der som er lagt fram for Stortinget i Ot.prp. 15(95-96) vil gjøre det enklere å være market maker. Det kan bidra til en overgang til et prisdrevet system.

2.5.2.4 Oppgjør & clearing

Også oppgjørs- og clearingsfunksjoner er av betydning for hvor godt markedsplassen fungerer. Eventuell usikkerhet for at verdipapirene ikke blir levert til avtalt tid og pris, er en kostnad for markedsaktørene og bidrar negativt til handelsaktiviteten. Det er vanlig at enten det offentlige i lover eller forskrifter eller at markedsplassen stiller ulike form for sikkerhetskrav for å redusere risikoen for at handelen ikke kan gjennomføres som avtalt. Handel på ikke-regulerte markedsplasser vil som regel være forbundet med høyere risiko enn handel på regulerte markedsplasser. På en regulert markedsplass vil kredittrisikoen normalt være lavere og gjennomsiktigheten, dvs. muligheten til å vurdere de markedsmessige vilkårene for en transaksjon, som regel være større.

De ulike risikokomponentene i denne sammenheng er markedsrisiko, oppgjørs- og kredittrisiko, operasjonell risiko og juridisk risiko, se forøvrig *"Handel i derivater"* i kapittel 11 om «Handel i derivater» for en nærmere beskrivelse av de ulike risikofaktorene.

Disse formene for risiki vil være av betydning både i aksje-, obligasjons-, sertifikat- og derivatmarkedet. Enkelte særtrekk i derivatmarkedet kan imidlertid tyde på at risikoen her er noe høyere enn i de tradisjonelle verdipapirmarkedene. Kompleksiteten i produktene kan gjøre det vanskelig å ha både gode interne og offentlige kontroll- og rapporteringssystemer for risikoeksponeringen. Plassering i derivater krever også svært liten kapitalinnsats i forhold til gevinst- og tapsmulighetene i de underliggende markedene. Et annet særtrekk ved derivatmarkedet er at leveringsforpliktelsene kanskje ligger flere måneder frem i tid, noe som krever at sikkerhetskrav må stilles over en lengre periode, jf. *"Clearing og oppgjør"* i punkt 2.5.5.1.

En annen problemstilling er hvorvidt derivatmarkedet øker sannsynligheten for systemrisiko, dvs. at enkeltaktørers atferd kan få store negative effekter på markedet. Det er både i myndighetenes, verdipapirinstitusjonenes og investorenes interesse at denne sannsynligheten blir så lav som mulig. Høy sannsynlighet for systemrisiko trekker i retning av at investeringene går mot markeder hvor systemrisikoen er mindre.

I det norske derivatmarkedet står clearingsentralen Norsk Opsjonssentral AS (NOS) som garantist og motpart i alle transaksjoner i standardiserte/børsomsatte derivater. Motpartsrisikoen er dermed normalt betydelig mindre enn i det ikke-regulerte markedet for ikke-standardiserte derivater, så sant partene ikke her inngår individuelle avtaler med sikte på å redusere motpartsrisikoen. I de bankledete markedene for valuta og rentederivater står bankene for risikovurdering ofte ved å ha handelsgrenser overfor kundene. Prisen for økt sikkerhet i det regulerte markedet, er at NOS mottar en avgift for denne tjenesten. I OTC-markedet for valuta- og rentederivater inngår kostnadene ved risikovurdering i prisene bankene tar.

For investorene innebærer økt sikkerhet en kostnad. Umiddelbart kan det synes rimelig at det bør være opp til investoren om vedkommende ønsker å handle i markeder med eller uten sikkerhetsnett.

Norges Bank gjennomfører pengeoppgjør for handel i derivater på grunnlag av oppgjørsavtaler for hhv. opsjoner og futures med deltakerne i oppgjørene. Pengeoppgjøret for handel i OTC-markedet for rente- og valutaderivater kommer også til oppgjør i Norges Bank som en del av det ordinære interbankoppgjøret.

Pengeoppgjør mellom opsjonshandlerforetakene inkluderer opsjonspremier, opsjonsavgifter og dessuten sluttavregning for indeksopsjoner. Opsjonsoppgjøret gjennomføres ved at deltakernes netto pengeposisjoner beregnes av VPS og overføres til Norges Bank fra VPS på oppdrag fra NOS. Norges Bank krever sikkerhet for dekning av debetsaldi i oppgjøret. Det kreves sikkerhet for pengeposisjonene i form av garantier fra oppgjørsdeltakernes bankforbindelser. Dersom en deltaker ikke har

tilstrekkelig garanti for sin debetsaldo i et oppgjør, blir NOS belastet for overtrekket. NOS stiller tilsvarende sikkerhet som meglerne, dvs. i form av en bunngaranti fra en bank.

På vegne av NOS blir den daglige kontantavregningen mellom kjøper og selger ved futureshandel utført som et daglig nettooppgjør i Norges Bank mellom investorenes bankforbindelser (depotbanker). Avregningen av oppgjøret gjennomføres av NOS og sendes elektronisk til Norges Bank via VPS. Det består i å beregne den enkelte depotbanks pengeposisjon på bakgrunn av klientenes futureskontrakter. Futuresoppgjøret i Norges Bank er et rent internbankoppgjør som gjennomføres direkte over depotbankenes foliokonti i Norges Bank. Ved manglende dekning for debetposisjoner i pengeoppgjøret, blir NOS belastet for overtrekket.

2.5.2.5 Sanksjonsmuligheter

Tillit er viktig for aktiviteten i et regulert marked. Et tillitvekkende regelverk er viktig, men en effektiv oppfølging av regelverk med bruk av sanksjoner fra myndighetene og markedsplassen er vel så viktig.

Det er grunn til å tro at overholdelsen av regelverket avhenger av klarheten, sannsynligheten for å bli oppdaget ved overtredelser, samt av reaksjonsformen ved eventuelle overtredelser.

Regelverksoppfølging koster, og det er grenser for hvor mye aktørene på markedsplassen er villige til å betale. I den internasjonale konkurransen mellom markedsplasser er graden av markedsovervåkning en konkurransefaktor.

2.5.3 Aksjemarkedet som et marked for selskapskontroll

Aksjemarkedet skiller seg fra andre verdipapirmarkeder ved at innehav av en aksje gir rett til en andel av kontrollen med et selskap. Det betyr at det systemet og de reglene en har for selskapskontroll i en økonomi også har stor betydning for hvordan annenhåndsmarkedet for aksjer fungerer.

Grovt sett kan en si at det er tre ulike grupper som har interesser i et selskap:

– Selskapets eiere eller *aksjonærer* ønsker å maksimere verdien av selskapets aksjekapital. Siden de har begrenset ansvar, er det også begrenset hvor mye de kan tape på at selskapet tar stor risiko. Aksjonærene vil imidlertid kunne høste hele gevinsten dersom utfallet av en risikabel satsing blir positivt. En slik avlønningsstruktur gjør at aksjonærene vil være interessert i at selskapet tar for mye risiko i forhold til det som er samsfunnsøkonomisk ønskelig.
– Selskapets *kreditorer* får tilbakebetalt lån og den avtalte renten så lenge selskapet ikke er konkurs. Bare i det tilfelle at selskapet går konkurs, er verdien av selskapets aktiva av direkte betydning for kreditorene. I motsetning til aksjonærene vil altså kreditorene sitte med ubegrenset risiko for et negativt utfall når selskapet tar risiko. Derimot vil ikke kreditorene ha krav på noen del i den ekstra fortjenesten som følger av en vellykket risikotaking. De vil dermed ha interesse av at selskapet tar for lite risiko i forhold til det samfunnsøkonomisk ønskelige.
– Selskapets daglige *ledelse* og de øvrige ansatte er i utgangspunktet interessert i å slippe unna med så liten innsats som mulig. De vil videre være interessert i at selskapets verdier brukes på høy avlønning og sikre og trivelige arbeidsplasser for dem selv. For ledelsen kan det i seg selv være et mål at selskapet er stort og gjerne vokser, det gir større prestisje å lede et slikt selskap. Større kontantstrøm i selskapet gir bedriftsledelsen større handlefrihet til å oppnå dette. Men slike goder for ledelsen og de øvrige ansatte vil som oftest hverken være i aksjonæ-

renes eller kreditorenes interesse.

Samfunnsøkonomisk er målet å maksimere den totale verdien av selskapets aktiva. Hvilket resultat spillet mellom de tre gruppene gir, avhenger selvsagt av hvordan aksjeselskapet er organisert og hvilke regler som gjelder i markedet for fordringer på selskapet. Det er det siste momentet som dette utvalget skal utrede. Likevel kan det som en bakgrunn for utvalgets videre drøftelser være nyttig å skissere to ulike hovedprinsipper for organisering av aksjeselskap og kontroll med ledelsen.

2.5.3.1 Direkte kontroll

Aksjene i et direkte kontrollert selskap er gjerne eid av noen få store aksjonærer som også er direkte representert i selskapets styre, og derigjennom utøver en løpende kontroll med selskapets ledelse.

Den potensielle konflikten mellom eiere og kreditorer er løst ved at det gjerne er selskapets viktigste kreditorer, det vil si banker, som også sitter med eller forvalter de store eierpostene. Innenfor et slikt system er den handelen i selskapets aksjer som finner sted, av liten betydning for kontrollen med selskapets ledelse.

Dette systemet, som ofte kalles bankbasert, er det dominerende i Tyskland og Japan. I disse landene er det ytterst sjelden at et større selskap er gjenstand for såkalt fiendtlig oppkjøp.

2.5.3.2 Indirekte kontroll (markedsbasert kontroll)

I et indirekte kontrollert selskap er aksjene spredt på mange hender og er gjenstand for løpende omsetning på børs. Selskapets gjeld er også i stor grad utstedt i form av omsettelige verdipapirer som holdes av mange aktører. Noe mindre selskap og selskap med lavere kreditt-rating har gjerne sin gjeld i form av lån hos en eller noen få banker. I USA og Storbritannia er ikke-finansielle foretak i stor grad finansiert gjennom et slikt markedsbasert system. Systemet kalles derfor ofte anglo-amerikansk. I land hvor bedriftsfinansieringen er organisert på denne måten forekommer «fiendtlige» oppkjøp ofte, sammenlignet med land hvor direkte kontroll er det dominerende finansieringssystemet.

I Norge er det anglo-amerikanske systemet dominerende for de større selskapene. Det gjelder imidlertid først og fremst egenkapitalfinansieringen. Gjeldsfinansieringen er i stor grad bankbasert. Derimot har norske banker, i motsetning til f.eks. tyske banker, ikke adgang til å sitte som dominerende eiere i ikke-finansielle foretak. Eierkonsentrasjonen i Norge er klart høyere enn for eksempel i USA.

I det videre er det det anglo-amerikanske systemet som drøftes.

2.5.3.3 Kontrollfunksjonen ved indirekte kontroll

For at et markedsbasert kontrollsystem skal gi et resultat som ligger nærmest mulig maksimering av selskapets totale aktiva må det være velfungerende markeder for
–aksjekapital
–gjeldsinstrumenter
–selskapsledelse
–selskapets endelige produkt.

For dette utvalget er det opplagt de to første markedene som er av mest interesse. Markedet for selskapsledelse har imidlertid også en direkte berøring med verdipapirmarkedene, i og med at det ofte er vanlig å gi ledelsen aksjer i selskapet eller kjøpsopsjoner på selskapets aksjer. På den måten kan ledelsen få et sterkere insentiv

til å handle i tråd med eiernes interesser. De bringes også nærmere et mål om maksimering av verdien på selskapets samlede aktiva.

Markedet for gjeldsinstrumenter behandles mer detaljert i under*"Sertifikat- og obligasjonsmarkedet"* i avsnitt 2.5.4. For et selskap som har sin gjeld som omsettelige gjeldspapirer vil markedet for slike instrumenter kunne utøve en viss kontroll med selskapsledelsen. Alle slike gjeldsinstrumenter har begrenset løpetid, slik at selskapet ofte må fornye lån i markedet. Dårlige regnskapsresultater eller andre dårlige nyheter vil bringe den effektive renten på gjeldspapirene oppover og gjøre de nye lånene dyrere. Høyere lånerente og/eller større gjeld gir selskapet mindre kontantstrøm, noe som reduserer ledelsens handlefrihet.

Dersom selskapets gjeld istedet er finansiert ved banklån, vil som regel den eller de få bankene hvor selskapet har sine lån, kunne utøve en mer direkte kontroll med selskapsledelsen. Banken kan for eksempel la være å fornye lån som forfaller, eller øke renten dersom den er misfornøyd med selskapets resultater.

I aksjeselskap med mange små aksjonærer vil eierne i liten grad kunne utøve noen direkte kontroll med ledelsen. Det kan dels skyldes et gratispassasjer-problem dersom aksjonærene er mange nok, og dels at mange av dem ikke har den nødvendige kompetansen. Dersom selskapet hovedsakelig har sine lån som gjeld til noen få banker og ikke som gjeldspapirer, kan bankene istedet utøve kontroll med selskapsledelsen. Har imidlertid selskapet lav gjeldsgrad vil nok kreditor føle sin fordring nokså sikker og ha klart mindre insentiv til å utøve kontroll enn dersom selskapet har høy gjeldsgrad.

Når kontrollen utøves av kreditorene, kan selskapsledelsen tvinges til å ta mindre risiko enn det som er ønskelig for å maksimere selskapets totale verdier.

I et selskap med spredt eierskap og omsettelige aksjer vil aksjemarkedet indirekte utøve kontroll med selskapsledelsen, selvom aksjonærene ikke kan utøve noen direkte kontroll. Kontrollen går dels gjennom den løpende utviklingen i aksjekursen og dels gjennom trusselen om «fiendtlig» oppkjøp.

2.5.3.4 Kontroll via aksjekursen

Utviklingen i aksjekursen kan disiplinere ledelsen gjennom to kanaler:

–Dersom ledelsen selv sitter med betydelige aksjeposter eller kjøpsopsjoner i selskapets aksjer, er det opplagt i deres interesse at selskapet drives så godt at aksjenes verdi øker.

–Også i de tilfellene hvor selskapsledelsen ikke eier aksjer eller kjøpsopsjoner, er det i selskapsledelsens interesse å holde aksjekursen oppe. Jo høyere kursen er i forhold til pari, jo mindre innflytelse må de eksisterende eierne gi avkall på for å få inn en gitt sum til selskapet gjennom en ny-emisjon. Det kan gjøre eierne mer interessert i en emisjon. Ledelsen kan være interessert i emisjoner siden det gjør det mulig for selskapet å vokse.

Ettersom aksjeemisjoner bare er én kilde til kapitaløkning i børsnoterte norske selskap, er nok den siste kanalen av mindre betydning i forhold til det ledelsens egenbeholdning av aksjer og kjøpsopsjoner kan bety. Gjennom 1993 og 1994 utgjorde aksjeemisjoner 34 pst. av total kapitaløkning i børsnoterte norske selskaper utenom bank og forsikring. (Kilde: Oslo Børs Informasjon)

For at aksjekursen skal virke disiplinerende på ledelsens innsats er det helt avgjørende at alle investorer i aksjemarkedet raskest mulig får informasjon om gode og dårlige nyheter fra selskapet. Slik informasjon kan i prinsippet tilføres markedet på to forskjellige måter:

–Gjennom offentlige kunngjøringer fra selskapsledelsen eller styret, for eksempel

revidert regnskap eller meldinger om andre forhold i selskapet.
–Gjennom informasjon om kjøp og salg av selskapets aksjer som de informerte aktørene eller selskapets innsidere foretar seg.

Dess strengere regler en har for innsidernes handel, for eksempel jo lengre perioden med generelt handleforbud for innsidere er, jo mindre informasjon av den siste typen vil tilflyte aksjemarkedet. Det kan med andre orde være en motsetning mellom ønsket om mest mulig informasjon til aksjemarkedet, slik at det blant annet kan virke disiplinerende på ledelsens disposisjoner, og de rettferdighets- og effektivitets-hensyn som tilsier at innsidere bør handle minst mulig i selskapets aksjer, jf. *"Hensynene bak reguleringen av innsidehandel"* i punkt 2.5.1.4.

2.5.3.5 Kontroll via trussel om oppkjøp

Et selskap som drives lite effektivt vil ofte være et interessant *oppkjøpsobjekt* for investorer som ser muligheter for å få til en bedre drift av selskapet, dersom de får effektiv kontroll over det. Jf. *"Oppkjøp og restrukturering"* i avsnitt 2.4.6. I forbindelse med et slikt oppkjøp blir ofte den sittende ledelsen byttet ut. Derfor kaller de gjerne slike oppkjøp for «fiendtlige». Dess større muligheten for slike «fiendtlige» oppkjøp er, dess bedre innsats vil ledelsen være interessert i å yte for å hindre at potensielle oppkjøpere skal se store muligheter for å bedre selskapets drift.

En høyere aksjekurs gjør oppkjøp av selskapet dyrere. Derfor vil ledelsen være interessert i høy kurs på selskapets aksjer for å redusere interessen fra mulige oppkjøpere.

Regelverk som virker begrensende på oppkjøp eller gjør dem mindre lønnsomme for oppkjøper, vil redusere den disiplinerende effekt slike oppkjøp kan ha på den sittende ledelsen. Eksempel på slikt regelverk kan være regler om *tilbudsplikt* for en aksjonær eller aksjonærgruppe som i utgangspunktet eier en stor del av selskapets aksjer. Disse reglene er ment å skulle beskytte småaksjonærene ved å bidra til å hindre oppkjøp som kun er lønnsomme for oppkjøper fordi sistnevnte kan være i stand til å skvise verdier ut av gjenværende minoritetsaksjonærer. Jf. under*"Noen problemer i forbindelse med oppkjøp"* i avsnitt 2.4.7. Dess mindre betinget det pliktige tilbudet kan gjøres fra oppkjøper, dess mindre forventet lønnsomhet vil et oppkjøpsforsøk ha.

Sett fra de mindre aksjonærenes side er det altså en viss motsetning mellom muligheten for at oppkjøpstrusler virker disiplinerende på ledelsen og den beskyttelsen småaksjonærene gis mot å tape verdier til en oppkjøper med markedsmakt i aksjen.

I norske finansinstitusjoner kan enkelt-eiere aldri sitte med mer enn 10 prosent av aksjene. Enkelt-eiere som ønsker kontroll må ha 100 prosent av aksjene, og for å kunne utnytte aksjelovens regler om tvangsutløsning av minoritets-aksjonærene må minst 90 prosent erverves. Jo høyere denne minste-andelen settes, jo mindre sjanse er det for å lykkes med et oppkjøpsforsøk overfor en finansinstitusjon. En høyere grense for når minoritetsaksjonærene kan tvangsutløses, vil med andre ord redusere den disiplinerende effekt muligheten for oppkjøp har på ledelsen. I tillegg vil en høy grense gjøre det mer sannsynlig at ledelsen og de ansatte kan utgjøre en blokkerende minoritet ved oppkjøpsforsøk mot en finansinstitusjon. For finansinstitusjoner kan det altså være en viss motsetning mellom den insentiveffekten aksjeeie blant ledelsen og de ansatte kan ha og den disiplinerende effekten av oppkjøpstrusselen.

2.5.4 Sertifikat- og obligasjonsmarkedet

Obligasjonsmarkedet skiller seg i flere aspekter fra aksjemarkedet, og aktiviteten i markedet påvirkes derfor til dels av ulike faktorer. Obligasjonsmarkedet preges for tiden av at staten er den dominerende låntakeren og dermed av stor betydning for aktivitetsnivået i markedet. Statens lånebehov og hvor mye som skal finansieres innenlands, er dermed med på å påvirke tilbudet av lån i markedet.

På etterspørselssiden vil investeringer i aksjer og obligasjoner kunne være substitutter. Et lavt rentenivå med liten sannsynlighet for videre rentenedgang trekker isolert sett i retning av at etterspørselen etter aksjer øker og obligasjoner avtar. Et lavt rentenivå innebærer også at utbetalingene til långiver blir mindre, det vil isolert sett øke den delen av resultatet som tilfaller eierne, og det kan også bidra til økt etterspørsel i aksjemarkedet.

Prisdannelsen i obligasjonsmarkedet skiller seg fra aksjemarkedet ved at den i en stor grad er prisdrevet, dvs. at «market makere» stiller forpliktende kjøps- og salgskurser. Videre har obligasjonsutstedere lov til å eie egne obligasjoner i motsetning til i aksjemarkedet. Obligasjonsutstedere kan dermed drive markedspleie i egne lån.

På Oslo Børs er handelen i obligasjoner desentralisert, dvs. at aktørene kan handle sine obligasjoner på hjemmekontorene i motsetning til aksjehandelen som krever fysisk tilstedeværelse av meglerne på Oslo Børs. EØS-avtalen åpner dermed for at utenlandske investeringsforetak etter implementeringen av Investeringstjenestedirektivet vil kunne bli fjernmedlemmer i obligasjonshandelen. Utenlandske banker har allerede denne adgangen.

Selskapsinformasjon av kurssensitiv karakter i obligasjonsmarkedet vil typisk være knyttet opp mot sannsynligheten for at obligasjonsutsteder vil kunne oppfylle sine låneforpliktelser eller være knyttet opp mot likviditeten i lånene. Type sikkerhet i lånene vil være av stor betydning i denne sammenheng. Hvis sannsynligheten for at et lån innfris ansees for å være meget stor, behøver således ikke informasjon som er kurssensitiv i aksjemarkedet å påvirke kursene i obligasjonsmarkedet.

2.5.5 Derivatmarkedet

Med derivater menes avledede instrumenter, det vil si investeringsobjekter som er avledet av et annet objekt (underliggende) og som har en verdi som er avhengig av utviklingen i verdien på dette underliggende objektet. Derivater kan være basert på underliggende objekter som aksjer eller andre verdipapirer, råvarer, valuta, renter og verdipapirindekser. Det finnes tre forskjellig hovedtyper derivater, nemlig opsjoner, terminer og swapper.

Handel med derivater har foregått i flere hundre år. De eldste fungerende derivatmarkeder er de for råvarer og jordbruksprodukter. Siden prisene på disse produktene fluktuerer kraftig på verdensmarkedene, er det naturlig at kjøpere og selgere ønsker å sikre seg en fast fremtidig innkjøpspris eller salgspris. Dette kan oppnås ved å inngå en avtale om fremtidig levering til en fastsatt pris.

I likhet med priser på råvarer og jordbruksprodukter fluktuerer prisene (kursene) på verdipapirer over tid. Når en investor foretar en investering i finansmarkedet er dette en beslutning som fattes under usikkerhet med hensyn til verdipapirets kursutvikling i fremtiden. Usikkerhet med hensyn til fremtidig kursutvikling representerer en risikofaktor for investor. Investor kan, uten hensyn til om han er kjøper eller selger, redusere eller eliminere denne risikofaktoren gjennom bruk av avtaler om fremtidige leveranser og avtaler om betingede leveranser. Derivatmarkedet gjør det mulig å foreta en fordeling av eksisterende risiko. Kjøpere og selgere av derivater har ulike motiver for å handle. Investorene kan ha forskjellige motiver ut ifra

ulike oppfatninger om fremtiden, ulik risikoaversjon, eller på grunnlag av ulik sammensetning av verdipapirportefølje. En investor som allerede har aksjer kan benytte opsjoner eller terminer til å øke avkastningen på sin portefølje, eller han kan sikre aksjeporteføljen mot kursfall. Ulik risikoaversjon gjør det mulig for én investor å sikre seg mot ugunstig kursutvikling, mens en annen investor påtar seg risiko mot betaling.

Derivater kan brukes til tre forskjellige formål: sikring, risikostyring og spekulasjon. Gjennom *sikring* kan investor «låse» avkastningen på en portefølje. En investor som innehar en større obligasjonsportefølje kan av flere årsaker ønske å «låse» avkastningen på porteføljen til dagens nivå. Dette kan han oppnå ved å selge obligasjoner på termin (rentefutures). En investor kan også benytte derivater til *risikostyring.* F.eks. kan en porteføljeforvalter benytte rentefutures for å endre renteeksponeringen til en obligasjonsportefølje ved å kjøpe eller selge rentefutures på en enklere måte, og til en lavere kostnad enn om dette skulle vært gjort i obligasjonsmarkedet. Tilsvarende kan en porteføljeforvalter raskt, effektivt og til lave kostnader endre forholdet mellom investeringer i obligasjonsmarkedet og aksjemarkedet ved hjelp av rentefutures og aksjeindeks-futures. *Spekulanter* kan benytte derivater som et kortsiktig investeringsalternativ hvor mulighetene til å oppnå høy (prosentvis) avkastning (eller tap) er store. Et velfungerende derivatmarked er avhengig av både spekulanter og sikrere. I tillegg vil det finnes aktører som søkere å utnytte prisdifferanser mellom derivater, og mellom derivater og underliggende verdipapir. De som er raskest ute vil i noen sekunder kunne kjøpe billigere i et marked enn de kan selge det samme papiret for i et annet marked, og dermed oppnå en så godt som sikker fortjeneste. Slik virksomhet kalles arbitrasje. Derivater er spesielt godt egnet for arbitrasjevirksomhet siden investering i derivater krever liten kapitalinnsats sammenlignet med investering i underliggende verdipapir. Arbitrasjevirksomhet medvirker til å redusere feilprisingen av derivater og underliggende verdipapirer, og er således med på å bedre effektiviteten i markedene.

Det er uvisst i hvilken grad handel i derivater påvirker omsetning av underliggende verdipapir i annenhåndsmarkedet. Derivater vil kunne representere et alternativ til handel i underliggende verdipapirer. I hovedsak vil imidlertid derivater representere et supplement til investering i underliggende verdipapir. Ved å kombinere derivater og underliggende kan investor skreddersy sin investering i henhold til den ønskede risikoprofil. Kombinasjonsstrategier i derivater og underliggende kan trekke opp omsetningen i underliggende verdipapir. Et aktivt marked for derivater bidrar dessuten til riktig prissetting av underliggende verdipapir. Handel med derivater krever liten kapitalinnsats sammenlignet med tilsvarende handel i det underliggende verdipapiret. Dette gjør det mulig for investor med samme kapitalinnsats å utøve større innflytelse på markedet ved bruk av derivater enn med tilsvarende kapitalinnsats i det underliggende verdipapir. Over tid antas det at derivater vil medvirke til lavere prisfluktuasjoner (volatilitet) i det underliggende verdipapir. Et fungerende marked for både derivater og underliggende vil kunne gjøre investering i underliggende verdipapir mer attraktivt og dermed kunne bidra til større sparing i risikokapital. På bakgrunn av større annenhåndsomsetning og bedre likviditet i underliggende verdipapirer vil investor kreve en mindre likviditetspremie for å investere i risikokapital. For utsteder av verdipapirer vil lavere likviditetspremie gi lavere kapitalkostnad, og derivatmarkedet vil i så måte ha en positiv effekt også på førstehåndsmarkedet.

Derivaters innvirkning på underliggende verdipapir har vært gjenstand for et stort antall empiriske undersøkelser. Studier utført i blant annet USA og Sverige viser at handel med derivater medvirker til større omsetning i underliggende verdipapir, lavere prisvolatilitet og til en viss reduksjon i avkastningskravet på underlig-

gende verdipapir. En studie utført på norske data av Gjerde og Sættem (Gjerde, Ø., F. Sættem, *Aksjeopsjoners innvirkning på underliggende marked: En studie av det norske markedet*, SNF-rapport nr. 94/1993, Bergen) konkluderer med at omsetningen i underliggende aksjer økte, samtidig som at forskjellene mellom kjøps- og salgskurs for underliggende aksjer ble redusert når det ble introdusert standardiserte opsjoner på aksjene. Gjerde og Sættem finner ikke at introduksjon av aksjeopsjoner medfører reduksjon i prisvolatilitet eller avkastningskravet på underliggende aksje.

Samhandlingen mellom annenhåndsmarkedet og derivatmarkedet vil være avhengig av hvorvidt derivatene er av standardisert eller ikke-standardisert type. I det standardiserte markedet handles det derivater der avtalevilkårene er forhåndsdefinerte med hensyn til kontraktstørrelse, avtalekurs og forfallstidspunkt. Det vil til enhver tid eksistere mange ulike serier som kan kombineres i henhold til den enkelte investors risikoprofil. De standardiserte derivatene registreres i verdipapirsentralen, og omsettes og noteres på Oslo Børs. Samtidig stiller «market makere» kontinuerlige priser for kjøp og salg. Dette gjør det enklere for investor å omsette derivatkontrakter. Standardiseringen bidrar til at det totale produktet blir mer attraktivt for investor. Standardiserte derivater eksisterer imidlertid kun på et fåtall underliggende verdipapirer, og investor vil derfor i mange tilfeller ha behov for individuelt tilpassede derivatkontrakter, såkalte ikke-standardiserte derivater, ad-hoc derivater eller OTC-derivater (OTC: Over The Counter). De ikke-standardiserte derivatene vil i liten grad være gjenstand for alminnelig omsetning, og vil således i mindre grad bidra til riktig prissetting av de underliggende verdipapirer. Markedet vil i hovedsak kun tilføres prisinformasjon idet nye avtaler blir inngått.

2.5.5.1 Clearing og oppgjør

Et effektivt derivatmarked med stor omsetning og god likviditet avhengiger av et betryggende clearingsystem.Ved inngåelse av en derivatkontrakt vil investor stå over for risikoen for at motparten ikke oppfyller sine forpliktelser etter avtalen. Motpartsrisikoen kan være betydelig dersom ikke derivatkontrakten cleares i en oppgjørssentral, men i de store derivatmarkedene uten oppgjørssentral er banker en av partene i de aller fleste kontrakter. Bankene er underlagt tilsyn og har lang erfaring med kredittvurdering av kontraktsmotpartene. Også i markedene for aksjederivater vil slike mekansimer gjøre seg gjeldende. Dersom derivatkontrakten cleares i en oppgjørssentral trer oppgjørssentralen inn som part i avtalen. Oppgjørssentralen blir selger overfor kjøperen og kjøper overfor selgeren. På denne måten blir oppgjørssentralen ansvarlig for oppfyllelsen av alle vilkår i avtalene. For å sikre seg mot den risiko som oppgjørssentralen påtar seg ved å tre inn som garantist for oppfyllelse av derivatkontraktene krever oppgjørssentralen at motpartene i handelen stiller sikkerheter (margin) som dekning for deres forpliktelser overfor oppgjørssentralen. Når derivatene cleares i en oppgjørssentral trenger investor bare å kredittvurdere oppgjørssentralen og ikke alle sine motparter. Siden oppgjørssentralen innhenter sikkerheter fra partene blir motpartsrisikoen minimal. Oppgjørssentralen har systemer for daglig oppfølging av posisjonene og innkreving av tilleggssikkerhet. Sentralens marginsystem tillater netting av posisjoner, slik at den enkelte investors sikkerhetskrav reduseres dersom han har posisjoner som helt eller delvis motsvarer hverandre. Forholdet mellom investor, megler, oppgjørssentral, depotbank m.v. er regulert i forskrift, standardvilkår og standardiserte avtaler mellom aktørene. Infrastrukturen rundt systemet for clearing og oppgjør av derivater bidrar til å redusere både den operative/administrative og juridiske risiko i tillegg til motpartsrisikoen. I tillegg bidrar oppgjørssentralen til å gi investor (og tilsynsmyndigheter) større oversikt både over posisjoner og risikoen disse innebærer. Totalt sett bidrar clearing til

at derivatproduktet blir sikrere, mer fleksibelt og lettere tilgjengelig for investor. Som nevnt over blir det samlede marked for derivater og underliggende mer attraktivt, noe som igjen har positive innvirkninger på omsetning av underliggende verdipapir i annenhåndsmarkedet.

I dag er det kun de børsnoterte derivatene som er gjenstand for (pliktig) clearing i en oppgjørssentral. Imidlertid er det satt i gang arbeid med å etablere en frivillig ordning for clearing av ikke-standardiserte derivater som megles i verdipapirmarkedet.

Forøvrig vises det til kapitel 11 der de ikke-børsnoterte derivatene omtales.

KAPITTEL 3

Lovens formål samt stedlig og saklig virkeområde

3.1 GJELDENDE RETT

3.1.1 Lovens formål

Verdipapirhandelloven inneholder ingen konkret formålsbestemmelse. I NOU 1978:42 er det imidlertid uttalt at «målsettingen for lovgivningen om verdipapirhandel må være å legge forholdene best mulig til rette for effektiv, sikker og ordnet verdipapirhandel». Utvalget uttalte videre (NOU 1978:42 s. 78):

> «Den samfunnsmessige betydningen av verdipapirhandelen tilsier dette. Det samme gjør hensynet til de parter som opptrer på verdipapirmarkedet, dvs. selskaper hvis verdipapirer markedsføres eller omsettes, investorene og fondsmeglerne og andre formidlere av handel i verdipapirer. Det er særlig grunn til å fremheve hensynet til den store gruppe private små-investorer som i senere år har gjort seg sterkt gjeldende på verdipapirmarkedet. Vernet av forbrukerinteresser blir således et vesentlig element i lovgivningen om verdipapirhandel.»

I Ot.prp. nr. 68 (1984-85) s. 8 slutter departementet seg til at «lovens siktemål bør, som anført av utvalget, være å legge forholdene til rette for en effektiv, sikker og ordnet verdipapirhandel». Finanskomiteen sa seg enig i dette i Innst.O. nr. 91 (1984-85) s. 10.

I tillegg til de generelle uttalelsene om lovens formål knyttes det i forarbeidene enkelte formålsbetraktninger til de enkelte bestemmelser.

3.1.2 Lovens stedlige virkeområde

Som nevnt i *"Saklig virkeområde"* i punkt 3.1.3 omfatter definisjonen av verdipapirer både norske og utenlandske verdipapirer. Vphl. inneholder ingen særskilt bestemmelse om lovens virkeområde. I NOU 1978:42 s. 141 uttales det følgende om lovens stedlige virkefelt:

> «Loven vil gjelde omsetning av verdipapirer her i riket, men utvalget har ikke funnet det nødvendig å ta dette med i lovteksten. Det avgjørende i denne forbindelse må være hvor omsetningen finner sted, omsetning i utlandet vil således ikke være undergitt bestemmelsene i denne lov. Det kan selvsagt være hensyn som taler for å innføre meglertvang dvs. plikt til å benytte norsk fondsmegler – også ved slik omsetning, men dette kan ikke begrunnes ut fra de hensyn som ligger bak en lov som denne. Det som her er sagt gjelder tilsvarende for tegning og markedsføring av verdipapirer for egen eller fremmed regning.»

Spørsmålet om stedlig virkeområde er ikke direkte omtalt i Ot.prp. nr. 68 (1984-85). Departementet uttaler imidlertid (s.8):

> «Departementet legger frem utkast til en lov om verdipapirhandel som generelt regulerer verdipapirhandelsspørsmål. Det er ikke foretatt vesentlige endringer i den ramme og det opplegg som ble lagt til grunn i utvalgets utkast.»

I Innst.O. nr. 91 (1984-85) er det ikke gitt uttrykk for generelle synspunkter når det gjelder lovens stedlige virkeområde.

Etter at man i stor grad har gått over til et papirløst verdipapirmarked der verdipapirene registreres i Verdipapirsentralen, og handelen over børs har blitt elektronisk basert, har det oppstått en del spørsmål knyttet til hvilken handel loven kan anses å omfatte. Slike spørsmål har særlig blitt aktualisert i forbindelse med norske meglerforetaks handel knyttet til utenlandske verdipapirer og utenlandske meglerforetaks handel knyttet til norske verdipapirer. Myndighetene har på bakgrunn av konkrete spørsmål som har vært reist, gitt uttrykk for sitt syn på anvendelsesområdet knyttet til konkrete bestemmelser i loven.

Når det gjelder anvendelsesområdet for reglene om verdipapirforetak og deres virksomhet, vil de EU-direktiver utvalgets første delinnstilling bygger på, kunne gi noe veiledning. Det vises dessuten til straffeloven § 12 om at «forsåvidt ikke annet er særlig bestemt eller vedtatt i overenskomst med fremmed stat, får norsk straffelov anvendelse på handlinger som er foretatt i riket». Det er gitt særlige regler om norsk straffelovs anvendelse på bl.a. handlinger som er foretatt i utlandet av norsk statsborger og handlinger som er foretatt i utlandet av utlending. Straffeloven § 12 vil supplere vphl. idet overtredelse av et stort antall av lovens regler er straffesanksjonert.

Den nærmere drøftelse av virkeområdet for de av lovens bestemmelser som foreslås i denne innstillingen, fremgår under hvert enkelt kapittel nedenfor.

3.1.3 Saklig virkeområde

Lovens saklige virkeområde er virksomhet i tilknytning til omsetning av verdipapirer/finansielle instrumenter.

Lovutvalget foreslo i delinnstilling I en egen definisjon av finansielle instrumenter. Den foreslåtte lovendring er i Ot.prp. nr. 15 (1995-96) lagt til grunn forsåvidt gjelder lovens bestemmelser om tillatelse til å yte investeringstjenester samt rammevilkår for investeringsforetaks virksomhet.

I relasjon til lovens alminnelige regler i kap. 1, 2 og 2a gjelder definisjonen av verdipapirer i vphl. § 1. Det er de regler som behandles i denne utredningen. Som verdipapirer etter § 1 (jf, Ot.prp. nr. 15 § 1-1) regnes:

a) norske eller utenlandske obligasjoner – ihendehaverobligasjoner eller andre omsetningsgjeldsbrev hvorav det utstedes eller registreres mange i sammenheng og med lik tekst (mengdegjeldsbrev) – unntatt obligasjoner tilknyttet leierett til bolig eller annet areal i bebygget eiendom.
b) norske eller utenlandske aksjer eller lignende papirer som gir rett til forholdsmessig andel i kapital i et aksjeselskap, kommandittaksjeselskap, verdipapirfond eller lignende selskap – unntatt aksjer og andeler som går inn under lov av 16. juni 1989 nr. 53 om eiendomsmegling § 1-1 første ledd nr. 3 og 4.
c) tegningsrettsbevis, tildelingsbevis, interimsbevis eller lignende bevis på rett til verdipapirer som nevnt i bokstav a og b,
d) rente- og utbyttekuponger knyttet til verdipapirer som nevnt i bokstavene a og b,
e) opsjoner knyttet til verdipapirer som nevnt i bokstavene a) eller b) og som er beregnet 0,på alminnelig omsetning,
f) indeksopsjoner som er beregnet på alminnelig omsetning,
g) andre verdipapirer eller lignende fondsaktiver som er beregnet på alminnelig omsetning etter departementets bestemmelse.

Bokstav a) omfatter også konvertible obligasjoner. Innskudd med tilhørende innskuddsbok eller tilsvarende innskuddsbevis, reguleres ikke av vphl. men av banklovgivningen og gjeldsbrevloven. Bokstav b) omfatter etter sin ordlyd bl.a. andeler i kommandittaksjeselskaper. Denne selskapsform har imidlertid bortfalt etter ikrafttredelsen av selskapsloven av 24. juni 1985 nr. 83. Unntaket for andeler som går inn under lov om eiendomsmegling gjelder når omsetningen av andelene hovedsaklig tar sikte på overdragelse av eiendom eller leierett til fast eiendom. Bokstav c) omfatter verdipapirer av midlertidig karakter som er omsettelige i en kortere periode. Omsetning av rente- og utbyttekuponger, jf. bokstav d) er mindre aktuelt enn tidligere idet registrering i VPS medfører utbetaling av slik avkastning ved direkte kreditering av den berettiges pengekonto. I forbindelse med fastsettelse av forskrift 6. september 1988 har Finansdepartementet fastsatt at grunnfondsbevis skal anses som verdipapir, jf. bokstav g).

Det følger av vphl. § 1 annet ledd at Kongen (delegert til Finansdepartementet) kan bestemme at en eller flere av denne lovs bestemmelser skal få anvendelse på andeler i andre selskaper eller foretak enn dem som er nevnt i første ledd bokstav b. Departementet har fastsatt at enkelte av lovens bestemmelser skal gis anvendelse for andeler i kommandittselskaper, jf. midlertidig forskrift 14. desember 1989.

Etter utvalgets forslag i NOU 1995:1 som er lagt til grunn i Ot.prp. nr. 15 (1995-96), vil vphl. § 2 (jf. proposisjonen § 1-2) etter endringen inneholde følgende definisjoner:

a) verdipapirhandel – kjøp eller salg, samt markedsføring eller tegning, for egen eller fremmed regning av verdipapirer,
b) Børsstyret – Børsstyret ved Oslo Børs
c) opsjonshandel – verdipapirhandel som gjelder opsjoner eller indeksopsjoner,
d) opsjon – avtale om rett til å kjøpe eller selge et antall verdipapirer til en fastsatt kurs innen eller på et bestemt tidspunkt,
e) indeksopsjon – avtale hvoretter det til fastsatt tid skal skje avregning/oppgjør mellom partene på grunnlag av endringer i en angitt indeksverdi for en bestemt gruppe av verdipapirer,
f) termin – avtale om levering av et antall verdipapirer til fastsatt kurs innen eller på et bestemt tidspunkt,
g) terminhandel – verdipapirhandel som gjelder terminer,
h) Verdipapirkontrollen – den myndighet som av departementet er gitt i oppgave å forestå kontroll med fondsmeglerforetaks virksomhet og med overholdelsen av denne lovs bestemmelser.

3.2 UTVALGETS VURDERINGER

3.2.1 Lovens formål

Etter utvalgets syn bør lovens formål fortsatt være å legge forholdene til rette for en effektiv, sikker og ordnet verdipapirhandel, slik at verdipapirmarkedet kan fungere tilfredsstillende som kapitalkilde for næringsliv og institusjoner. Et verdipapirmarked kan sies å fungere effektivt når prisene i markedet reflekterer den underliggende realøkonomiske verdi bak det enkelte verdipapir. Ordnet handel henspeiler blant annet på hvordan selve markedsplassen fungerer, noe som igjen vil påvirke hvor riktige prisene i markedet er. At handelen er sikker kan først og fremst assosieres med selve oppgjørsfunksjonen i verdipapirmarkedene.

Når det gjelder den nærmere begrunnelse for formålsparagrafens utforming vises til *"Økonomisk bakgrunn for regulering av verdipapirmarkedene"* i kap. 2, jf. særlig *"Innledning"* i punkt 2.1 om koblingen mellom formålsparagrafens uttrykk og den økonomiske beskrivelse av aktiviteten og reguleringsbehovet i verdipapir-

markedene. Mellom hensynet til effektivitet på den ene side og hensynet til sikkerhet og orden på den annen side, kan det tenkes å oppstå motstrid i det enkelte tilfelle. Utvalget vil imidlertid peke på at noen av de mest effektive og likvide verdipapirmarkeder i den vestlige verden, også er blant dem som er underlagt en omfattende regulering. En viss grad av regulering synes å være nødvendig for å skape tillit blant investorer og verdipapirutstedere. Det sentrale vurderingskriterium er at reguleringens omfang står i forhold til behovet og de kostnader reguleringen medfører for markedsdeltagerne. Lovens enkelte bestemmelser skal bidra til at det oppnås den rette balanse for de enkelte reguleringsområder. Dette gjelder reglene om verdipapirforetak og deres virksomhet, de mer generelle handelsregler og etiske regler som gjelder for alle markedsaktørene og reglene om tilsyn med verdipapirmarkedet. Mot denne bakgrunn vil utvalget foreslå at formålet lovfestes. Den foreslåtte formålsparagrafen vil være retningsgivende for tolkningen av loven og for skjønnsutøvelse i medhold av loven.

3.2.2 Lovens stedlige virkeområde

3.2.2.1 Generelle regler om handel med finansielle instrumenter

De lovendringer utvalget foreslår i denne innstillingen bygger fortsatt på det utgangspunkt at loven skal omfatte omsetning av finansielle instrumenter i Norge. Utvalget peker på at det norske regelverket vil gjelde uavhengig av investorenes nasjonalitet, og også i noen grad handel som foretas i utlandet.

Som kjent kan norsk tvangsmyndighet bare utøves i Norge. Overfor utlendinger kan slik håndhevelse skje dersom de har verneting i Norge, eller dersom egne konvensjoner gir adgang til fullbyrdelse av norske dommer eller myndighetsvedtak i utlandet. Utvalget er ikke kjent med slike konvensjoner for myndighetsvedtak på verdipapirrettens område. Utvalget vil imidlertid ikke se bort fra at sivile dommer med tilknytning til verdipapirhandellovens bestemmelser, vil kunne falle inn under en av de konvensjoner som gjelder ved fullbyrdelse i andre land, på privatrettens område. Regler som er gitt av hensyn til det norske verdipapirmarkedet, vil etter dette ikke kunne håndheves på samme måte overfor utenlandske og norske investorer. Dette er imidlertid en generell problemstilling som ikke er særskilt for verdipapirretten.

Utvalget foreslår enkelte presiseringer av anvendelsesområdet for de enkelte bestemmelser. Dette i første rekke for å avklare en del avgrensningsspørsmål som har oppstått. Utvalget har i denne forbindelse lagt vekt på at det norske regelverket må ses i sammenheng med tilsvarende regler i andre europeiske land på områder der det er gitt felles minimumsregler innen EØS-området. Når det gjelder norske investorers handel i utenlandske markeder er det forøvrig lagt vekt på å klargjøre at det norske regelverket ikke gir noen beskyttelse i slike tilfeller. Norske investorer som opererer i utenlandske verdipapirmarkeder, må forholde seg til de regler som gjelder i dette markedet, på samme måte som utenlandske investorer som handler i det norske markedet, må holde seg til de regler som gjelder her. Som det fremgår nedenfor, vil dette kunne stille seg annerledes der norske meglere er involvert i en handel.

I likhet med gjeldende rett vil utkastet bygge på den alminnelige avgrensning som er gitt i straffelovens bestemmelser. Det vises til at det følger av straffeloven § 12 første ledd at spørsmålet om en straffebestemmelses stedlige virkeområde beror på en tolkning av det enkelte straffebud, og at § 12 vil gjelde i mangel av særlige bestemmelser i straffebudet.

Den nærmere avgrensning av de regler utvalget foreslår i denne instillingen fremgår under hvert enkelt kapittel nedenfor. Anvendelsesområdet for de regler utvalget har foreslått i NOU 1995:1 (jf. Ot.prp. nr. 15 (1995-96)) er nærmere drøftet

i *"Regler om verdipapirforetak og deres virksomhet"* i punkt 3.2.2.2 nedenfor. Lovens saklige virkeområde er forøvrig foreslått presisert, og noe endret gjennom de definisjoner som foreslås i *"Lovens saklige virkeområde"* i punkt 3.2.3.

3.2.2.2 Regler om verdipapirforetak og deres virksomhet

3.2.2.2.1 Tillatelse til å yte investeringstjenester

De regler utvalget har foreslått i NOU 1995:1 om tillatelse til å yte investeringstjenester, gjelder investeringstjenester som ytes i Norge. Dersom det ytes investeringstjenester til investorer bosatt i Norge, forutsetter dette derfor i utgangspunktet tillatelse i henhold til de vilkår loven stiller. Et unntak er der EØS-foretak er gitt slik tillatelse i hjemlandet. Slike foretak kan i medhold av hjemlandstillatelsen drive virksomhet i Norge enten ved å etablere filial eller gjennom såkalt grenseoverskridende virksomhet. Det skal imidlertid gis melding om slik virksomhet etter nærmere regler fastsatt i loven. Foretak fra land utenfor EØS-området kan drive virksomhet i Norge etter særskilt tillatelse.

Vurderingen av om et utenlandsk foretak driver virksomhet i Norge, slik at det enten må ha tillatelse eller gi melding etter vphl., kan være vanskelig ved grenseoverskridende virksomhet. Som nevnt i NOU 1995:1 antar utvalget at det vil utvikles en internasjonal praksis både innen EØS-området og mellom EU og USA og Japan, mht. den nærmere avgrensning av hva som anses som grenseoverskridende virksomhet.

Etter utvalgets syn må spørsmålet om i hvilket land det ytes investeringstjenester, avgjøres etter en konkret vurdering. Som utgangspunkt bør det ses hen til om verdipapirforetaket selv henvender seg til investorer i det norske markedet, eller om investorene kontakter foretaket på eget initiativ. Utvalget legger til grunn at det som hovedregel ikke skal regnes som virksomhet i Norge der investorene kontakter utenlandske verdipapirforetak. Dette gjelder uavhengig av antall investorer som på eget initiativ velger å benytte det utenlandske foretaket. I tilfeller der utenlandske foretak tilbyr sine tjenester i det norske markedet, må foretaket følge reglene om tillatelse eller melding etter vphl. uavhengig av om tilbudet skjer i form av f.eks. en annonsering, eller om det tas direkte kontakt med enkelte investorer. Utvalget viser i denne forbindelse til EU-kommisjonens «Draft Commission Communication, Freedom to provide services and the interest of the general good in the Second Banking Directive, 95/C 291/06». Kommisjonen gir her uttrykk for endel synspunkter mht. hva som skal regnes som grenseoverskridende virksomhet i relasjon til bankvirksomhet. Det er lagt til grunn at generell annonsering av en kredittinstitusjons tjenester i utgangspunktet ikke vil anses som slik grenseoverskridende virksomhet som skal meldes til myndighetene. Der annonseringen fremstår som en invitasjon til å etablere forretningsforbindelse, vil det regnes som grenseoverskridende virksomhet dersom annonsen inneholder tilstrekkelig informasjon til at leseren/kunden kan gjøre seg opp en mening (om f.eks. rente, omkostninger mv.) *og* kontrakten kan inngås i leserens hjemland uten at kredittinstitusjonen og kunden er tilstede på samme sted til samme tid (f.eks. ved handel pr. telefon, vedlagt svarblankett mv.). Dersom kredittinstitusjonen etter en annonsering, har til hensikt å oppsøke leseren/kunden i vedkommendes hjemland, er det lagt til grunn at enhver annonse vil anses som grenseoverskridende virksomhet som forutsetter melding til myndighetene.

Verdipapirhandellovutvalget antar at EU-kommisjonens synspunkter forsåvidt gjelder kredittinstitusjoner også vil gjøre seg gjeldende i forhold til verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjon. Det vises forøvrig til at Kommisjonen har invitert alle interesserte til å gi merknader til de nevnte synspunkter. Det fremstår dermed

som at prosessen med å utvikle en europeisk praksis på dette området er godt i gang. Verdipapirhandellovutvalget viser til at denne praksisen som nevnt må tillegges betydning for praktiseringen av den norske verdipapirhandelloven.

3.2.2.2.2 Virksomhetsbestemmelser for utenlandske foretak som driver virksomhet i Norge

Utvalget har i NOU 1995:1 foreslått regler om organisering av virksomheten, krav til å opptre i samsvar med god forretningsskikk og virksomhetsregler forøvrig. Utvalgets forslag er i all hovedsak lagt til grunn i Ot.prp. nr. 15 (1995-96). I proposisjonen er det foreslått en særskilt bestemmelse om hvilke av lovens regler som skal komme til anvendelse for utenlandske foretak som driver virksomhet i Norge. Det er foreslått at Kongen kan gjøre unntak fra reglene der virksomheten er begrenset eller der foretakets virksomhet er regulert av tilsvarende bestemmelser fastsatt av myndighetene i foretakets hjemstat. Etter forslaget skal reglene kun gjelde den virksomhet det utenlandske foretaket utfører i Norge. Den nærmere avgrensning av hvilken virksomhet som utføres i Norge, blir ved grenseoverskridende virksomhet den samme som nevnt over.

Også ved ytelse av tjenester gjennom filial kan det i utgangspunktet være vanskelig å skille mellom virksomhet rettet mot det norske markedet og virksomhet rettet mot f.eks. hjemstaten. Det vises til at utenlandsk filial etablert i Norge vil kunne drive grenseoverskridende virksomhet i andre EØS-stater etter de fastsatte meldepliktsreglene. Spørsmålet om hva som skal anses som slik grenseoverskridende virksomhet, blir forsåvidt det samme som nevnt i *"Tillatelse til å yte investeringstjenester"* i punkt 3.2.2.2.1. Et særskilt avgrensningsproblem kan imidlertid reises der filialen driver virksomhet rettet mot hjemstaten, og det derfor ikke skal gis noen særskilt melding etter EØS-reglene. Utvalget legger til grunn at bestemmelsene i vphl. i utgangspunktet skal gjelde filialens virksomhet i sin helhet. Dersom det ytes grenseoverskridende virksomhet i andre EØS-stater, må det i samsvar med de prinsipper som nevnt i *"Tillatelse til å yte investeringstjenester"* i punkt 3.2.2.2.1 vurderes hvilken virksomhet som skal anses foretatt i det norske verdipapirmarkedet og hva som skal anses som virksomhet i annen EØS-stat. Utvalget legger til grunn at det på bakgrunn av den praksis som antas utviklet, samt på bakgrunn av samarbeid mellom ulike lands tilsynsmyndigheter, vil utvikles grunnlag for å gjøre de nødvendige unntak fra vphl. i tilfeller der utenlandsk foretaks virksomhet i Norge er regulert av tilsvarende regler fastsatt av myndighetene i hjemstaten. Tilsvarende gjelder i forhold til foretak fra stater utenfor EØS-området.

Det vises forøvrig til at det for enkelte av lovens bestemmelser er direkte fastsatt i forslaget at disse bare skal komme til anvendelse forsåvidt gjelder finansielle instrumenter notert på norsk børs eller utstedt av norsk foretak. Dette gjelder reglene om ansattes adgang til å drive næringsvirksomhet, foretakenes short salg for egen regning, ansattes adgang til å handle for egen regning, formidling av short salg og lån av finansielle instrumenter.

3.2.2.2.3 Virksomhetsregler for norske foretak

Generelt

Det fremgår av NOU 1995:1 at Verdipapirhandellovutvalget har lagt opp til en tilpasning av lovens virksomhetsregler til den endring som har funnet sted i selve meglerfunksjonen, og for å gjøre norske verdipapirforetak konkurransedyktige i forhold til utenlandske foretak. På bakgrunn av den økte konkurranse som kan forventes fra foretak med hovedsete i andre EØS-stater, har utvalget lagt til grunn at

vernet om mellommanns-funksjonen bør skje ved at de virksomhetsregler som følger av Rdir. 93/22 om investeringstjenester i forbindelse med verdipapirer (ISD), som det må forventes at EØS-foretak opererer under, tas inn i norsk rett.

Det er foreslått at utenlandske foretak som driver virksomhet i Norge i hovedsak underlegges samme regler som norske foretak, selv om de har hovedsete i annen EØS-stat. Dette gjelder de regler som er begrunnet i hensynet til investorene i det norske markedet, herunder reglene om god forretningsskikk. Regler om organisering av virksomheten og interne rutiner i foretakene, er i samsvar med ISD foreslått å følge hjemlandets regulering.

Når det gjelder norske foretak med tillatelse etter vphl. legger utvalget til grunn at lovens virksomhetsregler i utgangspunktet skal komme til anvendelse på den virksomhet foretaket driver, uavhengig av om denne retter seg mot det norske eller et utenlandsk marked. Det vises i denne forbindelse til det generelle prinsippet som følger av EØS-avtalen, om at vertslandet bare kan pålegge foretak med hovedsete i annen EØS-stat å følge regler som anses nødvendig på bakgrunn av allmenne hensyn. I tilfeller hvor foretakene driver virksomhet i annen EØS-stat etter de regler om gjensidig anerkjennelse som skal gjelde, vil foretakene imidlertid kunne pålegges å følge regler fastsatt i vertslandet. Dette antas bare å være tilfelle der ikke tilsvarende regler følger av hjemlandets rett. I tilfeller der de norske reglene er strengere enn de som gjelder i vertslandet, vil foretakene dermed kunne holde seg til disse. Dersom vertslandet har regler på områder som ikke er regulert i vphl., vil det norske foretaket måtte forholde seg til disse i tillegg til de norske reglene.

De virksomhetsregler utvalget har foreslått i NOU 1995:1, skal ivareta hensynene til markedet og til verdipapirforetakenes soliditet. I forbindelse med forslaget til virksomhetsregler, gikk utvalget ikke direkte inn på i hvilken grad hensynene bak de enkelte regler tilsier at disse gis anvendelse også på norske foretaks virksomhet i utlandet. Utvalget anser det derfor hensiktsmessig å på denne bakgrunn gjennomgå virksomhetsreglene i forbindelse med gjennomgangen av lovens generelle virkeområde.

Kredittgivning

Den foreslåtte bestemmelsen om kredittgivning, åpner for at kreditt kan ytes til kjøp av finansielle instrumenter som handles gjennom verdipapirforetaket. Kreditt vil kunne ytes i slike tilfeller uavhengig av om instrumentene er norske eller utenlandske og uavhengig av kunden(e)s nasjonalitet eller bosted. Det er foreslått endel forsiktighetsregler i forbindelse med slik kredittyting. Disse er begrunnet i hensynet til foretakets risikoeksponering, og bør etter utvalgets syn derfor gjelde uavhengig av om den underliggende handelen anses foretatt i det norske eller i et utenlandsk marked.

Ansattes adgang til å drive næringsvirksomhet og handle for egen regning

Reglene om ansattes adgang til å drive næringsvirksomhet m.m. er bl.a. begrunnet i at de ikke skal ha en slik tilknytning til foretak som utsteder verdipapirer at det kan oppstå interessekonflikter. Det kan hevdes at hensynet til interessekonflikter i forhold til et norsk foretaks kunder bør løses likt uavhengig av i hvilket marked verdipapirforetakene yter tjenester. Tilsvarende kan hevdes i forhold til reglene om ansattes adgang til å handle for egen regning.

For EØS-foretak som driver virksomhet i Norge etter ISDs regler om gjensidig anerkjennelse, er reglene om ansattes adgang til å drive næringsvirksomhet og å handle finansielle instrumenter for egen regning, foreslått gitt anvendelse bare for-

såvidt gjelder finansielle instrumenter notert på norsk børs eller utstedt av norsk foretak. Reglene er antatt å i tilstrekkelig grad ivareta allmenne hensyn i det norske markedet med en slik begrensning.

Etter utvalgets syn kan konkurransemessige hensyn tilsi at ansatte i filial av norsk foretak etablert i annen EØS-stat, underlegges de regler som på dette området gjelder i vertsstaten. Det vises til at filialen skal konkurrere med andre foretak som er underlagt vertslandets regler. Konkurransehensynet vil imidlertid bare gjøre seg gjeldende i forhold til foretakets mulighet til å ansette meglere i filialen i konkurranse med de andre verdipapirforetakene i dette markedet. Uavhengig av hvor langt konkurransehensynet kan sies å gjøre seg gjeldende, antar utvalget at hensynet til interessekonflikter i andre EØS-markeder, må anses ivaretatt av regler i det aktuelle markedet. Utvalget anser det derfor i utgangspunktet ikke nødvendig at de norske reglene gis anvendelse på meglere som er ansatt i filial i utlandet.

Utvalget foreslår på denne bakgrunn, at ansatte i filial i utlandet, i utgangspunktet skal kunne drive næringsvirksomhet og handle for egen regning etter de regler som gjelder i vertsstaten. Ettersom filialen vil kunne drive virksomhet både i vertsstaten og i det norske markedet, foreslås det imidlertid en begrensning forsåvidt gjelder finansielle instrumenter notert på norsk børs eller ustedt av norsk foretak.

En ordning som foreslått vil særlig kunne ha betydning i tilfeller der det ansettes f.eks. svensk megler i norsk filial i Sverige. Dersom det også ansettes norske meglere i filialen, vil det imidlertid kunne sies å oppstå utilsiktede forskjeller mellom ansatte ved foretakets hovedkontor og ansatte i filialen. Spesielt blir en slik forskjell klar der ansatte ved hovedkontoret i Norge arbeider i filialen i Sverige for en kortere periode. Etter utvalgets syn bør en nærmere utforming av et unntak fra de norske reglene, derfor utformes på bakgrunn av de konkrete konkurransemessige effekter som eventuelt viser seg ved norske foretaks etablering av filial i utlandet. Det bør på bakgrunn av slike erfaringer også foretas en nærmere vurdering av hvilken tilknytning til filialen som skal anses tilstrekkelig til at det kan anses som et ansettelsesforhold som tilsier unntak fra det norske regelverket utfra konkurransemessige hensyn.

Utvalget foreslår etter dette at departementet for ansatte i filial av norsk foretak i utlandet kan gjøre unntak fra reglene om ansattes adgang til å drive næringsvirksomhet og å handle for egen regning, dersom dette anses nødvendig ut fra konkurransemessige hensyn for verdipapirforetaket. Det forutsettes at den ansatte i slike tilfeller skal være underlagt eventuelle tilsvarende regler i vertsstaten.

Short-salg og lån av finansielle instrumenter

De regler som er foreslått om formidling av salg av finansielle instrumenter kunden ikke eier og lån av finansielle instrumenter (NOU 1995:1, jf. Ot.prp. nr. 15 §§ 4-7 og 4-8), er delvis begrunnet i hensynet til oppgjørssystemet og delvis i hensynet til foretakenes risikoeksponering. Det førstnevnte hensynet relaterer seg til det norske oppgjørssystemet, dvs. oppgjør knyttet til norske finansielle instrumenter. For EØS-foretak som driver virksomhet i Norge er bestemmelsene derfor bare gjort gjeldende forsåvidt gjelder norske finansielle instrumenter. Ettersom bestemmelsene også er begrunnet i risikohensyn antar utvalget at de i utgangspunktet bør gjelde generelt for norske foretaks virksomhet, uavhengig av om virksomheten utføres i Norge eller i utlandet, og uansett om de finansielle instrumentene er norske eller utenlandske. Utvalget legger til grunn at spørsmålet om eventuelle unntak fra reglene om formidling av salg av finansielle instrumenter kunden ikke eier, i første rekke er aktuelt der vertsstaten åpner for såkalt udekket short salg. Ved dekket short salg, som forslaget i Ot. prp. nr. 15 åpner for, antar utvalget at kravet til tilgang til de finansielle instru-

mentene og sikkerhet for rettidig levering, vil kunne oppfylles ved f.eks. lån av instrumentene i samsvar med de regler som gjelder i vertsstaten. Dersom det i vertsstaten er åpnet for udekket short salg antar uvalget at også filial av norsk verdipapirforetak av konkurransemessige hensyn bør kunne tilby slike tjenester etter de regler som gjelder i vertsstaten. En forutsetning bør allikevel være at filialen har tilstrekkelig sikkerhet for oppgjøret. Hva som skal anses som tilstrekkelig sikkerhet bør bero på regelverket i vertsstaten, samt de kapitaldekningskrav foretaket er underlagt. Utvalget foreslår på denne bakgrunn at departementet kan gjøre unntak fra det norske regelverket om short salg dersom filialen er underlagt eventuelle regler om dette i vertsstaten, og der foretaket har tilstrekkelig sikkerhet for oppgjøret.

Utvalget foreslår ingen tilsvarende unntakshjemmel forsåvidt gjelder reglene om lån av finansielle instrumenter. Utvalget legger til grunn at en også i forhold til disse reglene må vurdere kravet til betryggende sikkerhet ut fra bl.a. organiseringen i de ulike markedene. Det legges videre til grunn at det i forskrift om marginsikkerhet, bør fastsettes at marginkrav som følger av vertsstatens regelverk skal anses tilstrekkelig også etter det norske regelverket. Tilsvarende bør låneavtaler inngått i samsvar med vertsstatens regler, godkjennes av Kredittilsynet. Slik godkjenning kreves ikke der avtalen er inngått under medvirkning av en oppgjørssentral. Utvalget legger til grunn at dette skal gjelde uavhengig av om oppgjørssentralen er norsk og organisert i samsvar med de forskrifter departementet gir, eller om sentralen er utenlandsk og organisert i samsvar med utenlandske regler. De nevnte synspunkter bør etter utvalgets syn gjøres gjeldende for norske foretaks virksomhet uavhengig av om denne anses utøvet i Norge, eller om den anses utøvet i utlandet gjennom filial eller grenseoverskridende virksomhet.

Verdipapirforetakenes egenhandel

Utvalget har foreslått at verdipapirforetakene skal kunne handle for egen regning der handelen foretas som ledd i investeringstjeneste-virksomheten eller som ledd i foretakets alminnelige kapitalforvaltning, jf. NOU 1995:1 og Ot.prp. nr. 15 § 4-5. Utvalget legger til grunn at denne bestemmelsen skal gjelde uavhengig av i hvilket marked foretaket foretar sin egenhandel.

For verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjon er det foreslått at handel som ledd i foretakets alminnelige kapitalforvaltning bare kan foretas i børsnoterte finansielle instrumenter. Bestemmelsen omfatter også finansielle instrumenter notert på utenlandsk børs. Utvalget legger til grunn at en begrensning som foreslått ikke vil ha konkurransemessig betydning for norske foretaks virksomhet i utlandet. Det foreslås derfor ingen unntakshjemmel på dette punkt.

God forretningsskikk

Generelle regler om god forretningsskikk bør omfatte all virksomhet verdipapirforetaket utøver. Som det fremgår av utvalgets kommentarer i NOU 1995:1 vil det måtte fastsettes generelle krav til god forretningsskikk for verdipapirforetak i alle EØS-stater. Utgangspunktet etter ISD er at det er vertslandets regler for god forretningsskikk som kommer til anvendelse. Ettersom det i enkelte tilfeller ikke vil fremstå klart hvilken virksomhet som anses utført i utlandet og hvilken som utføres i hjemlandet, finner utvalget det hensiktsmessig at de norske reglene, som er noe mer spesifikke enn det som følger av direktivet, gis anvendelse for norske foretaks virksomhet både i Norge og i utlandet. Eventuelle særskilte regler i vertslandet vil i tilfelle komme i tillegg. Utvalget kan vanskelig se at det skulle kunne oppstå motstrid

mellom vertslandets regler og det norske regelverket på dette punktet. Utvalget legger for øvrig til grunn at spesifiserte regler for god forretningsskikk vil kunne bidra til å styrke norske foretaks konkurranseevne i utlandet.

Handelsregler

Når det gjelder de foreslåtte regler om handel i finansielle instrumenter gjennom verdipapirforetak (jf. NOU 1995:1 og Ot.prp. nr. 15 kap. 6), viser utvalget til at disse i stor grad overlater det til foretakene å fastsette forretningsvilkår. Minstekravet til hva som skal fremgå av foretakenes forretningsvilkår bør etter utvalgets syn også omfatte handel i utlandet. Tilsvarende gjelder bestemmelse om innbyrdesforretninger og underretning om utførte oppdrag, som er de eneste av handelsbestemmelsene som ikke kan fravikes i avtale. Det vises til at bestemmelsen om innbyrdes forretninger må anses som en spesifisering av kravet til god forretningsskikk, jf. det som er sagt over. Verken denne bestemmelsen eller kravet til at oppdragsgiver skal underrettes ved sluttseddel kan sies å kunne ha konkurransehemmende virkning for norske foretaks virksomhet i utlandet. Forøvrig vil foretakene stå fritt til å benytte ulike forretningsvilkår ved ytelse av investeringstjenester i ulike markeder.

3.2.3 Lovens saklige virkeområde

3.2.3.1 Verdipapirer/finansielle instrumenter

Som nevnt har utvalget foreslått en ny definisjon av «finansielle instrumenter». Definisjonene bygger på ISD. Definisjonene er foreløpig bare foreslått gjort gjeldende for lovens regler om adgang til å yte investeringstjenester. Omsettelige verdipapirer er blant de instrumenter som inngår i definisjonen av finansielt instrument. Som omsettelig verdipapir regnes etter direktivets bestemmelser som er foreslått tatt inn i loven, jf. Ot.prp. 15 (1995-96):

> 1.aksjer og andre verdipapirer som kan sidestilles med aksjer,
> 2.obligasjoner og andre gjeldsinstrumenter som kan omsettes på lånemarkedet, eller
> 3.alle andre verdipapirer som normalt omsettes og som gir rett til å erverve ethvert slikt omsettelig verdipapir ved tegning eller ombytting, eller som gir rett til et kontantoppgjør.»

For i størst mulig grad ha lik begrepsbruk i loven, vil utvalget søke å bygge på den definisjon som er foreslått av finansielle instrumenter og den foreslåtte underdefinisjon av omsettelige verdipapirer, også når det gjelder de regler som foreslås i denne utredningen. De fleste av lovens alminnelige regler i kapittel 1, 2 og 2a har alt i dag en egen avgrensning av hvilke verdipapirer som omfattes. Eksempelvis omfatter forbudet mot innsidehandel, verdipapirer som er gjenstand for organisert omsetning. Reglene om tilbudsplikt samt reglene om meldepliktig verdipapirhandel omfatter børsnoterte aksjer. Anvendelsesområdet for disse bestemmelsene kan etter utvalgets syn knyttes til den foreslåtte definisjon av finansielt instrument og omsettelig verdipapir. Selv om lovens anvendelsesområde knyttes til de nevnte definisjoner, viser utvalget til at det hverken etter gjeldende rett eller etter utvalgets forslag, vil kunne benyttes disse definisjonene gjennomgående i loven. Enkelte bestemmelser skal kun gis anvendelse på de enkelte verdipapirer eller instrumenter som omfattes av definisjonen.

Utvalget foreslår etter dette at definisjonen av verdipapirer i vphl. § 1 oppheves. Det antas at det aktuelle departementet vurderer i hvilken grad den nye definisjonen

av finansielle instrumenter og omsettelige verdipapirer, bør legges til grunn i andre lover enn vphl.

3.2.3.2 Konsolidert gruppe

En rekke av vphls regler inneholder i dag regler om konsolidering. Verdipapirer som innehas av en persons personlige nærstående, et selskaps datterselskap mv. skal regnes som verdipapirer innehatt av vedkommende person eller selskap. Utvalget foreslår med visse endringer en videreføring av konsolideringsbestemmelsene. For å forenkle lovteksten foreslås det gitt en felles konsolideringsbestemmelse for de tilfeller der de konkrete regler begrunner slik konsolidering. Lovteknisk foreslås det at en slik felles bestemmelse gis i form av en egen definisjon av verdipapireieres nærstående.

Utvalget foreslår at det med verdipapireiers nærstående skal menes

1. dennes ektefelle, mindreårige barn eller personer som vedkommende lever sammen med i ekteskapslignende forhold,
2. selskap innen samme konsern som verdipapireieren,
3. selskap hvor verdipapireieren alene eller sammen med noen som nevnt nr. 1 eller 4 har slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-2 første og annet ledd eller selskapsloven § 1-2 annet ledd, eller
4. noen som det må antas at verdipapireieren har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som verdipapireier.

Som det vil fremgå i merknadene til de ulike regler som foreslås, vil det i enkelte forbindelser foretas konsolidering i forhold til alle som nevnt i punkt 1 til 4, mens det i andre tilfeller bare vil foretas konsolidering etter enkelte av punktene. Konsolideringsbestemmelser er aktuelt i forhold til de regler som foreslås om meldeplikt for tillitsvalgte og ansatte i utstederselskaper, flagging av erverv ved større aksjeposter og rettigheter til aksjer, samt tilbudsplikt. I tillegg vises det til de bestemmelser utvalget tidligere har foreslått om ansattes egenhandel.

En nærmere gjennomgang av de ulike grunnlag for konsolidering fremgår i *"Tilbudsplikt og regler om frivillige tilbud"* i kap. 9 om tilbudsplikt. Ettersom tilbudsplikten må anses som en av de mest tyngende plikter som følger av vphl., har utvalget funnet det hensiktsmessig å knytte vurderingen av ulike konsolideringsgrunnlag til dette regelsettet. De vurderinger som fremgår i *"Tilbudsplikt og regler om frivillige tilbud"* i kap. 9 vil imidlertid også gjelde tilsvarende i forhold til de øvrige regelsett som inneholder konsolideringsbestemmelser.

3.2.3.3 Oppgjørsvirksomhet (clearing)

Utvalget foreslår en egen definisjon av oppgjørsvirksomhet. Som oppgjørsvirksomhet foreslås å regnes «yrkesmessig virksomhet som består i å tre inn som part eller på annen måte garantere for oppfyllelse av avtaler som gjelder finansielle instrumenter som nevnt i § 1-2 annet ledd nr. 4-7 og forpliktelser vedrørende lån av finansielle instrumenter».

Utvalget er oppmerksom på at «oppgjørsvirksomhet» språklig sett også kan knyttes til slik virksomhet som utføres av verdipapirforetak, Norges Bank og Verdipapirsentralen. Utvalget har imidlertid ikke funnet noe mer dekkende betegnelse, og legger til grunn at selve definisjonen vil bidra til å forhindre misforståelser.

Reglene for adgang til, og vilkår for å drive oppgjørsvirksomhet, fremgår i *"Handel i derivater"* i kapittel 11 om handel i derivater.

3.2.3.4 Regulerte markeder

I Ot.prp. nr. 15 (1995-96) er det foreslått en definisjon av «regulert marked» i samsvar med ISD. Definisjonen har betydning i forhold til de forslag som fremsettes i proposisjonen vedrørende regler om verdipapirforetaks egenhandel og regler om rapporteringsplikt til tilsynsmyndigheten. Med regulert marked menes etter forslaget «et marked som:

1. fungerer regelmessig,
2. reguleres av bestemmelser, gitt eller godkjent av myndighetene, om vilkårene for hvordan markedet skal virke, herunder vilkår for adgang til markedet, vilkår for opptak til kursnotering og vilkår for at et finansielt instrument kan omsettes på markedet, og
3. reguleres av krav til rapportering og åpenhet.»

I det norske markedet er det i dag bare børs med konsesjon etter børsloven som kan anses som et regulert marked etter denne definisjonen.

Gjeldende vphl. inneholder en rekke bestemmelser der anvendelsesområdet er knyttet til børsnoterte verdipapirer. Dette gjelder bl.a. reglene om tilbudsplikt. I enkelte tilfeller er anvendelsesområdet knyttet til verdipapirer som er gjenstand for organisert omsetning. Dette gjelder f.eks. forbudet mot innsidehandel. I det norske markedet vil det i dag bare være verdipapirer omsatt på børsen, som kan sies å være gjenstand for slik organisert omsetning. Det vises forøvrig til at utvalget foreslår en rekke presiseringer når det gjelder de ulike bestemmelsers stedlige virkeområde. Bl.a. foreslås det presisert at det med børsnoterte finansielle instrumenter menes finansielle instrumenter notert på *norsk* børs.

Ettersom det bare er finansielle instrumenter notert på norsk børs som i dag vil anses å omsettes i et norsk regulert marked, anser utvalget det ikke nødvendig å foreslå endringer i anvendelsesområdet for de bestemmelser som i dag knytter seg til børsnoterte finansielle instrumenter. Dette gjelder reglene om tilbudsplikt og flagging. I tillegg vil det også i forhold til de foreslåtte regler om prospektkrav ved offentlige tilbud, være av betydning om de finansielle instrumentene er børsnoterte.

Også når det gjelder reglene om innsidehandel og meldeplikt ved handel foretatt av utstederselskapenes tillitsvalgte og ansatte, er det utvalgets syn at anvendelsesområdet mest hensiktsmessig kan knyttes til børsnoterte finansielle instrumenter. Dette medfører ingen endring i rettstilstanden pr. i dag, idet det som nevnt kun er børsnoterte verdipapirer som kan anses å være gjenstand for organisert omsetning i Norge i dag. De nye reglene om kursmanipulasjon foreslås å ha tilsvarende anvendelsesområde som innsidereglene.

Utvalget anser det som en fordel at de av lovens bestemmelser som skal beskytte aktørene i et organisert marked, gis identisk anvendelsesområde. Selv om det i det norske markedet i dag kun er ett organisert marked, ser utvalget ikke bort fra at dette kan endres i fremtiden. Dersom det etableres andre organiserte og regulerte markeder, vil hensynet bak de ovenfor nevnte regler, etter utvalgets syn tilsi at disse bør komme til anvendelse også på andre regulerte markeder. Utvalget foreslår derfor en bestemmelse om at departementet kan fastsette at de av lovens bestemmelser som gjelder finansielle instrumenter notert på norsk børs, skal gjelde tilsvarende for finansielle instrumenter som omsettes i regulerte markeder slik disse er foreslått definert i loven. Det foreslås videre at departementet kan fastsette at kompetanse som i loven er tillagt børsen, skal tillegges andre regulerte markeder.

Utvalget nevner i denne forbindelse at slik overføring av kompetanse forutsetter en vurdering av mulighetene og systemet for påklaging av vedtak truffet av det regulerte markedet. Utvalget antar at det i slike tilfeller vil vurderes å benytte Børs-

klagenemnden også ved vedtak fattet i andre regulerte markeder. Utvalget har ikke tatt stilling til om dette forutsetter en justering av børslovens regler.

KAPITTEL 4

Innsidehandel

4.1 INNLEDNING

Innsidehandel er betegnelsen på handel med verdipapirer foretatt av noen som har presise og fortrolige opplysninger om verdipapirene, utstederen av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen på verdipapirene vesentlig, jf. vphl. § 6 første ledd første punktum. Med innsidehandel forstår man den ulovlige innsidehandel, dvs. handel hvor informasjon som nevnt misbrukes. Det siktes altså ikke til såkalte «innsideres» handel, dvs. handel i verdipapirer foretatt av personer med en særlig tilknytning til utsteder av verdipapirene. Dette er lovlig handel, som forøvrig er omfattet av reglene om meldepliktig verdipapirhandel.

Selve forbudet mot innsidehandel i § 6 første ledd første punktum, er rettet mot enhver. Andre deler av dagens regelverk er i hovedsak rettet mot de såkalte «primærinnsidere», dvs. personer som har en slik spesiell tilknytning til utsteder at de normalt vil ha kjennskap til fortrolig kursrelevant informasjon, f.eks. ved et ansettelsesforhold eller et tillitsverv. Disse reglene som omfatter undersøkelses- og klareringsplikt, taushetsplikt, rådgivningsforbud og handleforbud i nærmere angitte perioder, fremgår av §§ 6 første ledd annet til femte punktum, 6 a og 6 b. Det er kjent at mange utstederselskaper, for å sikre at regelverket blir overholdt og dermed unngå negativ publisitet, har etablert interne rutiner. Nødvendigheten av å etablere slike rutiner har vært forsterket av at lovbestemmelsene på enkelte punkter er uklare og har en streng strafferamme. Utvalget antar derfor at det idag er stor grad av bevissthet om innsidehandel blant primærinnsidere.

Utvalget stiller seg mer tvilende til om det er like stor bevissthet om bestemmelsene blant alle de såkalte «sekundærinnsiderne», dvs. enhver annen person som kan ha fortrolig kursrelevant informasjon. Fordi fokus frem til nå i stor grad har vært rettet mot primærinnsideres handler, kan det være hensiktsmessig å tilpasse regelverket slik at det blir større grad av balanse i bestemmelser rettet mot de to grupper.

Det følger av utvalgets mandat at utvalget skal foreta den nødvendige avgrensning i sitt arbeid i forhold til spørsmål som nylig har vært realitetsbehandlet. Det vises der bl. a. til de nylig vedtatte reglene om innsidehandel. Utvalget vil i hovedtrekk videreføre gjeldende hovedregel, men med enkelte presiseringer. I tillegg foreslår utvalget enkelte tilpasninger i det øvrige regelverk. Utvalget vil blant annet foreslå å erstatte dagens undersøkelses- og klareringsplikt med en særlig aktsomhetsplikt. Videre foreslår utvalget at handleforbudet i visse perioder oppheves. Utvalget vil også foreslå krav om rapporteringsrutiner for utstederforetak forsåvidt gjelder eksterne rådgivere e.l. som mottar fortrolig kursrelevant informasjon. Det vises i denne sammenheng også til utvalgets gjennomgang i NOU 1995:1 av de bestemmelser som stiller krav til intern organisering i verdipapirforetak, med sikte på å hindre informasjonsflyt mellom de ulike virksomhetsområder (informasjonssperrer/Chinese walls).

4.2 GJELDENDE RETT

4.2.1 Bakgrunn og oversikt

Før vphl. av 1985 var det i norsk rett ingen lovregler som direkte regulerte innsidehandel. Enkelte av avtalelovens ugyldighetsregler samt regler om selskapers opp-

lysningsplikt overfor sine aksjonærer ville imidlertid kunne være av betydning. I NOU 1978: 42 Verdipapirhandel ble det lagt til grunn at det på bakgrunn av hensynet til en ordnet verdipapirhandel var behov for lovgivning som hindret innsidehandel og annen utilbørlig utnyttelse av fortrolig selskapsinformasjon. Det ble foreslått bestemmelser som bygde på utenlandsk rett. Forslaget inneholdt forebyggende regler (foretaks opplysningsplikt og meldepliktig verdipapirhandel), ugyldighetsregler samt strafferegler. I Ot.prp. nr. 68 (1984-85) ble det i tillegg foreslått en egen forbudsbestemmelse mot innsidehandel. Med loven av 1985 ble det vedtatt både en privatrettslig ugyldighetsregel, jf. § 49, og et straffesanksjonert forbud mot misbruk av fortrolig selskapsinformasjon, jf. §§ 6 og 62.

Kredittilsynet utarbeidet våren 1988 et forslag til omfattende endringer i innsidebestemmelsene basert på de erfaringene man da hadde. Høringsinstansene stilte seg gjennomgående kritiske til forslaget, dels pga. innholdet, og dels pga. at man etter så kort tid skulle endre innsidereglene. Med utgangsgpunkt i den internasjonale rettsutviklingen utarbeidet Finansdepartementet et nytt høringsnotat, som ble sendt på høring 22. november 1990. På bakgrunn av høringsnotatet ble det ved lov av 8. november 1991 nr. 75 om endringer i lov av 14. juni 1985 om verdipapirhandel samt endringer i enkelte andre lover (Innsideregler og emisjonskontroll), vedtatt nye bestemmelser, jf. §§ 6, 6 a og 6 b, som avløste lovens § 6 om misbruk av selskapsinformasjon. Den privatrettslige ugyldighetsregelen i § 49 ble opphevet slik at det er de alminnelige avtalerettslige ugyldighetsregler som gjelder. Ved lovendringen ble det tatt hensyn til EU's Rdir. 89/592 om samordning av bestemmelsene om innsidehandel, slik at dagens bestemmelser anses å oppfylle direktivets krav.

Hovedregelen om forbudet mot innsidehandel følger av § 6 første ledd første punktum. Det følger av bestemmelsen at «kjøp eller salg av verdipapirer som er gjenstand for organisert omsetning må ikke foretas av noen som har presise og fortrolige opplysninger om verdipapirene, utstederen av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen på verdipapirene vesentlig». Forbudet er således rettet mot enhver. I tillegg er ledende ansatte og tillitsmenn i utstederforetakene underlagt særskilte begrensninger fordi disse ofte har tilgang til fortrolig informasjon som kan ha betydning for kursen på selskapets verdipapirer. Blant annet følger en særlig undersøkelses- og klareringsplikt av § 6 første ledd annet punktum flg. Videre omfattes den samme personkrets av § 6 a om taushetsplikt og forbud mot rådgivning samt § 6 b om forbud mot handel i visse perioder.

I henhold til Finansdepartementets vedtak/forskrift av 10. februar 1992 nr. 84 ble § 6 første ledd første punktum, § 6 a og § 6 b satt ikraft 10. februar 1992. Vphl. § 6 første ledd annet til femte punktum, annet ledd og tredje ledd annet punktum ble satt ikraft 1. mars 1993, jf. vedtak 23. desember 1992 nr. 1196.

Forsettelig eller uaktsom overtredelse av § 6 første ledd første og annet punktum er straffebelagt med bøter eller fengsel inntil seks år, eller begge deler, jf. § 62 første ledd første punktum. På samme måte straffes den som har gitt uriktig klarering som nevnt i § 6 første ledd tredje og fjerde punktum, jf. § 62 første ledd annet punktum Forsettelig eller uaktsom overtredelse av §§ 6 a og 6 b straffes med bøter eller fengsel inntil 1 år, jf. § 62 annet ledd nr. 1.

Det har vært få saker om innsidehandel behandlet av rettsapparatet. Dette kan både skyldes at regelverket virker etter sin hensikt ved at innsidehandel forekommer i liten grad, og at det er vanskelig i praksis å håndheve forbudet. Kun tre saker om brudd på § 6 har vært behandlet av norske domstoler. Den ene saken knyttet seg til forbudet mot innsidehandel i den tidligere § 6. De tiltalte ble frifunnet. Retten vurderte opplysningene som de tiltalte hadde tilgang til, som alminnelig kjent i markedet og at de derfor ikke kunne anses som fortrolig informasjon. Det vises til Oslo byretts dom av 24. juni 1993. Den andre saken gjaldt brudd på klareringsplikten og

vil bli nærmere omtalt under *"Undersøkelses- og klareringsplikt"* i punkt 4.2.3. Begge de to nevnte avgjørelser er rettskraftige. I tillegg foreligger en fellende dom fra Bergen byrett om overtredelse av § 6 første ledd første punktum som imidlertid ikke er rettskraftig. Påtalemyndigheten har i en sak utferdiget et forelegg, som ble vedtatt, for brudd på forbudet mot innsidehandel.

I norsk juridisk litteratur er temaet innsidehandel særlig behandlet av Rune Sæbø i hans juridiske doktoravhandling avgitt i mai 1995.

4.2.2 Forbudet mot innsidehandel

4.2.2.1 Anvendelsesområde

Vphl. § 6 har som overskrift «Misbruk av presise og fortrolige opplysninger». Det følger av § 6 første ledd første punktum at:

> «Kjøp og salg av verdipapirer som er gjenstand for organisert omsetning må ikke foretas av noen som har presise og fortrolige opplysninger om verdipapirene, utstederen av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen på verdipapirene vesentlig.»

Det er altså *kjøp og salg* som omfattes og bestemmelsen retter seg således mot annenhåndsomsetning av verdipapirer. Kredittilsynet har i rundskriv 20/93 presisert at vphl. § 5 annet ledd om at ingen må benytte urimelige forretningsmetoder i verdipapirhandelen, regulerer misbruk av fortrolig informasjon ved utstedelse (førstehåndsomsetning) av verdipapirer. Dette rundskriv er tatt inn som vedlegg 5 til innstillingen.

Videre legger Kredittilsynet til grunn i det nevnte rundskriv at § 6 ikke gjelder ved overgang ved arv eller gave og at bestemmelsen normalt heller ikke omfatter salg til et selskap som eies 100 pst. av selger, eller salg mellom to selskaper som begge er 100 pst. eid av samme eier. Et unntak vil her kunne gjelde for foretak i finanskonsern, jf. finansieringsvirksomhetsl. § 2a-8. I Christiansen og Bjørland, Verdipapirhandelloven, Kommentarutgave, Oslo 1990 s. 133 uttales det at ut fra reelle hensyn bør også byttehandel omfattes.

Med *verdipapirer* menes bl.a. aksjer, obligasjoner, tegningsretter, verdipapirfondsandeler og opsjoner, jf. vphl. § 1 bokstav a) – g). I Ot. prp. nr. 72 (1990-91) (Innsideregler og emisjonskontroll mv.) legger Finansdepartementet til grunn at utfra sammehengen i lovens legaldefinisjon av terminhandel må også terminkontrakter regnes som verdipapirer. Med dette siktes til terminkontrakter som er beregnet på alminnelig omsetning. I dag er det kun futures som omsettes på Oslo Børs, som omfattes av denne gruppen. Det må imidlertid antas at også inngåelse av øvrige terminkontrakter er omfattet av forbudet, idet selve inngåelsen må betraktes som kjøp/salg av det aktuelle verdipapiret. Det er oppgjørstidspunktet som i hovedsak skiller en slik avtale fra vanlig omsetning. Også senere overdragelse av inngåtte terminavtaler må anses som kjøp eller salg av de underliggende verdipapirer i relasjon til forbudet mot innsidehandel, uavhengig av om selve terminavtalen kan karakteriseres som et verdipapir.

Inngåelse av en ikke standardisert opsjonsavtale, såkalte ad hoc-opsjoner, eller senere kjøp eller salg av en slik kontrakt, kan neppe anses som kjøp og salg av det underliggende verdipapir. En opsjon er en *rett* og ingen plikt til å kjøpe eller selge det underliggende verdipapiret innen eller på et bestemt tidspunkt. Først når retten etter opsjonen eventuelt utøves skjer selve kjøpet eller salget av det underliggende verdipapir. Det kan imidlertid være grunnlag for å foreta gjennomskjæring ved kjøpsopsjonsavtaler med høy opsjonspremie og lav innløsningskurs, slik at kjøpesummen for de underliggende verdipapirer helt eller for det vesentlige anses erlagt

via «opsjonspremien». En slik opsjonsavtale vil i realiteten kunne innebære en avtale om et kjøp. Tilsvarende vil en salgsopsjonsavtale med høy innløsningskurs kunne innebære en avtale om et salg.

Begrepet *gjenstand for organisert omsetning* innebærer en utvidelse i forhold til begrepet *børsnotert* som ble benyttet i den tidligere § 6. Departementet har i forarbeidene antatt at organisert kursnotering som kontrolleres av myndighetene eller et organ for myndighetene, bør regnes som organisert omsetning. Etter departementets oppfatning vil dette kunne omfatte OTC-lister som oppfyller disse vilkårene. Den nærmere avgrensning må bero på en konkret vurdering av det aktuelle omsetningssystemet der det bl.a. bør legges vekt på Rdir. 89/592 art. 2, hvor det fremgår at innsideregler skal omfatte omsetning på et regulert marked som kontrolleres av offentlig anerkjente myndigheter, der omsetningen er regelmessig og markedet er tilgjengelig for allmennheten. (Ot. prp. nr. 72 (1990-91) s. 27.) Finansdepartementet har lagt til grunn at det ikke er andre regulerte verdipapirmarkeder i Norge i dag, enn Oslo Børs.

Regelen er utformet som et generelt handelsforbud rettet mot enhver som besitter innsideinformasjon. På dette punkt er den norske lovgivningen strengere enn direktivet, hvor det kreves at bare en nærmere angitt personkrets skal omfattes. I forbindelse med lovendringen i 1991 fant departementet imidlertid ikke tungtveiende grunner for å innskrenke virkeområdet til kun å overholde de minstekrav direktivet oppstiller. Det ble vist til at man slipper vanskelige avgrensningsspørsmål ved å la den personkrets som omfattes av forbudet være helt generell.

Bestemmelsen får anvendelse overfor den person som *foretar* kjøp eller salg for egen regning, uten hensyn til om handelen foretas i eget navn eller i fremmed navn, f.eks. ved kjøp gjennom megler. Handel i eget navn, men for fremmed regning vil også i utgangspunktet være omfattet.

Handel i fremmed navn og for fremmed regning skjer f.eks. der en ansatt i et foretak handler verdipapirer på vegne av foretaket. Dette omfattes av vphl. § 6 første ledd første punktum. Ansatte med kjennskap til fortrolige og presise opplysninger som er egnet til å påvirke kursen på det aktuelle verdipapiret vesentlig, kan derfor ikke delta i utførelsen av foretakets verdipapirhandel. Et særlig spørsmål oppstår når en ledende ansatt i foretaket har fortrolig informasjon om et verdipapir, f.eks. fordi han sitter i styret i utstederselskapet, mens en annen ansatt i foretaket handler i papiret. Om denne problemstilling, som også vedrører informasjonsflyten i foretaket, ble det i Ot.prp. nr. 72 (1990-91) s. 30 uttalt følgende:

> «Før slike situasjoner oppstår vil det være viktig at de aktuelle virksomhetene etablerer tilfredsstillende rutiner som sikrer at investeringsbeslutningene og eventuelle fortrolige opplysninger holdes adskilt. Tilfredsstillende rutiner vil kunne bidra til å svekke en eventuell mistanke om at fortrolig informasjon utnyttes. Også i slike tilfelle vil tilsynsmyndighetene, påtalemyndigheten og eventuelt domstolene måtte foreta en konkret vurdering dersom kjøp eller salg viser seg å være foretatt i en periode hvor fortrolig informasjon forelå.»

I rundskriv 20/93 uttaler Kredittilsynet at i særskilte tilfelle kan ansatte som har fortrolig informasjon rammes av et medvirkningsansvar, jf. vphl. § 62 tredje ledd. Dermed omfattes tilfellet der vedkommende ikke handler selv, men øver innflytelse over hvilke handler som foretas på vegne av foretaket. Den som kun utfører handelen vil i utgangspunktet ikke rammes av forbudet, men vil etter omstendighetene kunne rammes av medvirkningsansvaret.

4.2.2.2 Nærmere om den aktuelle informasjon.

Bestemmelsen omfatter *presise og fortrolige opplysninger om verdipapirene, utstedere av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen på verdipapirene vesentlig.* I forbindelse med lovendringen ble bestemmelsen på bakgrunn av Rdir. 89/592 art. 2 utvidet til å omfatte all informasjon som kan være kursrelevant, ikke bare informasjon knyttet til utstederforetak. Tilsvarende ble bestemmelsen endret slik at opplysningene i tillegg til å være *fortrolige* skal være av *presis* karakter. Dette må sees som en presisering av at spekulasjoner og rykter ikke anses som informasjon i relasjon til bestemmelsen. Opplysningene anses fortrolige inntil de er offentliggjort, f.eks. gjennom media eller informasjonssystemer, eller på annen måte gjort alminnelig kjent.

Opplysningene må i tillegg til å være presise og fortrolige være egnet til å påvirke kursen på verdipapirene vesentlig. Vesentlighetskravet er en videreføring av den tidligere § 6. Kravet om at opplysningene *er egnet til å påvirke* innebærer imidlertid en endring fra den tidligere bestemmelsen hvor kravet var at opplysningene *kan antas å få vesentlig betydning.* Begrunnelsen for endringen var at *er egnet* fremstår som et mer objektivt kriterium enn *kan antas.* Det avgjørende er om opplysningene etter en objektiv vurdering på tidspunktet for handelen er egnet til å påvirke kursen, og ikke om de ettertid faktisk gjorde det.

Ved vurderingen av om vesentlighetskravet er oppfylt må det i følge forarbeidene tas utgangspunkt i en konkret skjønnsmessig vurdering, som bl.a. vil avhenge av hva slags kurssvingninger som er normale for denne type verdipapirer. Det er vist til at et kursutslag på et par prosent vil kunne være vesentlig for enkelte typer verdipapir, mens kursen på andre verdipapirer fluktuerer så mye at utslaget må være større før det kan regnes som vesentlig. (Ot. prp. nr. 72 (1990-91) s. 67.)

4.2.2.3 Kravet om «misbruk»

Det følger av overskriften til vphl. § 6 at bestemmelsen rammer misbrukstilfellene. Forbudet må altså leses med en rettsstridsreservasjon, det er ikke enhver bruk av fortrolige opplysninger som skal rammes av forbudet, se Ot. prp. nr 72 (1990-91) s. 30. Et typetilfelle er det nå lovfestede unntaket i § 6 tredje ledd som gjelder handel i opsjoner og terminer. Det følger av bestemmelsen at § 6 første ledd første punktum ikke gjelder kjøp og salg som utsteder eller innehaver av opsjon eller termin foretar i samsvar med og ved utløpet av tidligere inngått opsjon- eller terminkontrakt.

I Ot. prp. nr. 72 (1990-91) s. 31 vises det til at dersom vedkommende med innsideinformasjon fullt ut informerer motparten eller forsikrer seg om at motparten er informert, kan man neppe si at det foreligger misbruk av den fortrolige informasjonen. Et annet typetilfelle som ifølge forarbeidene ikke anses å rammes av forbudet, er den situasjon der man selger et verdipapir når man har opplysninger som fremstår som egnet til å påvirke kursen vesentlig i positiv retning, eller kjøper et verdipapir når man har opplysninger som er egnet til å påvirke kursen i negativ retning. Det er imidlertid lagt til grunn at kjøp eller salg av opsjoner og terminer vil være i strid med bestemmelsen når man har fortrolige kursrelevante opplysninger uansett om opplysningene må forventes å bidra til økning eller reduksjon av kursen, se Ot.prp. nr. 72 (1990-91) s. 30-31.

I Innst. O. nr. 5 (1991-92) s. 5 legger Finanskomitéen til grunn at en fondsmeglers utførelse av ordre for andre ikke er rettsstridig selv om megler har innsideinformasjon. Det vises der til en situasjon der en fondsmegler blir benyttet som rådgiver ved oppkjøp og således blir underlagt taushetsplikt og ikke kan gi råd, jf. *"Taushetsplikt, forbud mot rådgivning"* i punkt 4.2.4 under om gjeldende rett. Vedkommende megler kan i henhold til forarbeidene likevel gjennomføre vanlig virk-

somhet i form av kjøp og salg i samsvar med oppdrag fra kunder. I rundskriv 20/93 understreker Kredittilsynet at utførende megler i dette tilfellet kun passivt kan utføre ordre på konkret initiativ fra kunden. Videre legger Kredittilsynet til grunn at megleren ikke kan handle for regning av en kunde på bakgrunn av en generell handelsfullmakt, som f.eks. ved utøving av aktiv forvaltningsservice.

Et annet tilfelle som ifølge forarbeidene ikke kan anses som misbruk er en situasjon hvor to eller flere personer samarbeider om f.eks. et oppkjøp, selv om man vet at de man samarbeider med også handler aksjer og at offentliggjøring av dette forhold ville bidratt til å presse kursen opp, se Ot. prp. nr.72 (1990-91) s.31. Slik virksomhet er tillatt, jf. reglene om tilbudsplikt og flagging som forutsetter slikt samarbeid, se henholdsvis *"Tilbudsplikt og regler om frivillige tilbud"* i kap. 9 og kap. *"Flaggingsplikt (meldeplikt ved erverv og avhendelse av større aksjeposter og rettigheter til slike)"* i 7.

Sentralbankens kjøp og salg av rentebærende verdipapirer anses ikke som misbruk, selv om slik handel ofte foregår med kjennskap til forestående endringer i de makroøkonomiske rammebetingelser herunder rentenivå. Slik virksomhet fra myndighetenes side er nødvendig og faller ikke inn under forbudet, se Ot.prp. nr. 72 (1990-91) s. 31.

4.2.3 Undersøkelses- og klareringsplikt

Reglene om undersøkelses- og klareringsplikt i vphl. § 6 første ledd annet til femte punktum samt annet ledd lyder:

> «Styremedlem, medlem av kontrollkomité, revisor eller ledende ansatt hos utsteder av verdipapirer kan ikke kjøpe eller selge verdipapirer som foretaket har utstedt uten først å ha undersøkt om det foreligger opplysninger som nevnt i første punktum om foretaket. Kjøpet eller salget skal på forhånd klareres av foretakets øverste administrative leder. Foretakets administrative leder skal for eget vedkommende innhente klarering fra sin foresatte (styreleder). Kongen kan gi nærmere regler om fremgangsmåten ved klarering.
>
> Dersom kjøp eller salg som nevnt i første ledd annet punktum forsettlig ikke på forhånd er klarert som angitt i første ledd tredje eller fjerde punktum, og det ikke på annen måte er sannsynliggjort at vedkommende ikke hadde opplysninger som nevnt, skal det legges til grunn at vedkommende hadde opplysninger om utsteder som nevnt i første ledd første punktum.»

For handel med opsjoner og terminer gjelder vphl. § 6 første ledd annet punktum tilsvarende for den som har tilknytning som angitt til det foretak som har utstedt verdipapirene avtalen gjelder, jf. § 6 tredje ledd annet punktum.

Bestemmelsene ble tatt inn i loven under Finanskomiteens behandling av Ot. prp. nr. 72 (1990-91). Finansdepartementet fremmet i proposisjonen et forslag om å endre beviskravene med hensyn til *om* ledende ansatte og tillitsmenn *faktisk har hatt fortrolig kursrelevant informasjon om utstederforetaket.* Forslaget innebar at i en situasjon hvor en ledende ansatt eller tillitsmann har handlet og det foreligger presise og fortrolige opplysninger om utsteder som er egnet til å påvirke kursen på verdipapirene vesentlig, måtte vedkommende bevise, dvs. sannsynliggjøre, at han ikke hadde slike opplysninger. Flere av høringsinstansene gikk imot et slikt forslag.

Under behandlingen i Finanskomiteen mottok komiteen et forslag fra Oslo Børs om å erstatte regelen om omvendt bevisbyrde med en regel om undersøkelsesplikt. Komiteens flertall var av den oppfatning at det istedenfor en generell omvendt bevisbyrde for ledende ansatte og tillitsmenn, burde lovfestes en egen aktsomhetsnorm for denne gruppen. Aktsomhetsnormen ble konkretisert gjennom en plikt til å på forhånd foreta skriftlig klarering hos foretakets øverste administrative leder.

Komiteens flertall la til grunn at en slik regel ville gi forutberegnelighet, samtidig som den måtte antas å ha en preventiv effekt i forhold til den gruppen personer som pålegges undersøkelsesplikten. Det ble videre lagt til grunn at bevisproblemer ved eventuelle brudd på undersøkelsesplikten vil bli vesentlig redusert ved at klarering av handelen skal skje skriftlig og ved at det gis hjemmel for å gi forskrifter om det nærmere innholdet av slike klareringer. Videre ble det vist til at formålet med departementets forslag om omvendt bevisbyrde var at ledende ansatte og tillitsmenn skulle etablere betryggende rutiner for handel med verdipapirer utstedt av eget foretak. Dette hensynet ville etter komitéens syn ivaretas av en slik regel om undersøkelsesplikt. (Innst. O. nr. 5 (1990-91) s. 10-11.) På denne bakgrunn ble forslaget om undersøkelsesplikt vedtatt av Stortinget.

Styremedlem, medlem av kontrollkomité, revisor eller ledende ansatt hos utsteder av verdipapirer omfattes av bestemmelsen om undersøkelsesplikt, jf. § 6 første ledd annet punktum Det må antas at § 6 første ledd femte punktum som gir hjemmel for forskrift om *fremgangsmåte ved klarering* neppe gir hjemmel til å regulere nærmere den personkrets som omfattes av reglene i loven. På denne bakgrunn anbefalte Finansdepartementet i forbindelse med fastsettelse av forskrift 23. desember 1992 om fremgangsmåte ved klarering av verdipapirhandel, at det enkelte foretak utarbeider en skriftlig oversikt over hvilke personer det anser omfattet av klareringsplikten. Foretaket bør ifølge departementet sørge for at oversikten til enhver tid er ajour, samt oversende oversikt og oppdateringer til Oslo Børs, jf. brev av 23. desember 1992 fra Finansdepartementet.

Rundskriv 20/93 omhandler den forståelse Kredittilsynet legger til grunn når det gjelder ledende ansatte og tillitsmenns undersøkelses- og klareringsplikt. I rundskrivet legges det til grunn at bestemmelsen ikke omfatter de tilfelle der verdipapirer skifter eier ved arv eller gave, og at reglene normalt heller ikke omfatter overgang fra den aktuelle person til et selskap som eies 100 pst. av selger, selv om det betales vederlag for papirene. Tilsvarende faller overgang mellom to selskaper som begge er 100 pst. eid av samme eier utenfor. Videre legges det til grunn at bestemmelsene ikke får anvendelse ved utstedelse eller tegning av verdipapirer i forbindelse med emisjoner.

Kredittilsynet uttaler i rundskrivet at bestemmelsene får anvendelse på kjøp eller salg for egen regning uten hensyn til om handelen foretas i eget navn eller i fremmed navn, f.eks. gjennom megler. Videre uttales det at handler foretatt av styremedlem på vegne av foretaket skal klareres. Tilsvarende gjelder der den som handler er ledende ansatt mv. i to foretak og handler i det ene foretakets papirer på vegne av det andre.

Når det gjelder forholdet mellom undersøkelses- og klareringsplikten uttaler Kredittilsynet at undersøkelsesplikten er generell, og i gitte situasjoner kan tenkes å favne videre enn reglene om klareringsplikten. Det vises imidlertid til at Kredittilsynet normalt vil gå ut i fra at undersøkelsesplikten er oppfylt hvis klareringsreglene i § 6 første ledd tredje og fjerde setning og annet ledd samt forskrifter er fulgt.

Kjøp eller salg skal i henhold til bestemmelsene klareres med foretakets øverste administrative leder. Øverste administrative leder skal for eget vedkommende innhente klarering fra styreleder. Det følger av § 1 i forskriften om fremgangsmåte ved klarering at dersom vedkommende som skal gi klarering er forhindret fra å besvare en anmodning om klarering, skal svaret gis av vedkommendes stedfortreder.

Etter forskriftens § 1 annet ledd skal klareringsplikten også gjelde ved handel med opsjoner og terminer for den som har tilknytning som nevnt til det foretak som har utstedt de underliggende verdipapirene. Klareringsplikt gjelder likevel ikke kjøp eller salg som foretas i samsvar med og ved utløpet av tidligere inngått opsjons- eller terminkontrakt.

Anmodning om klarering skal etter forskriftens § 2 skje skriftlig. Anmodningen skal undertegnes og dateres. Bestemmelsen angir nærmere hvilke opplysninger anmodningen skal innholde. Også svaret skal være skriftlig og dateres og undertegnes, jf. § 3. Svar skal gis uten ugrunnet opphold.

Det følger av § 4 at den som skal gi klarering uten ugrunnet opphold må gjennomføre forsvarlige undersøkelser for å bringe på det rene hvorvidt klarering kan gis. Dersom resultatet av slik undersøkelse er at det foreligger presise og fortrolige opplysninger om foretaket som er egnet til å påvirke kursen på verdipapirene vesentlig, skal anmodningen avslås, jf. § 5.

I forbindelse med fastsettelsen av forskriften uttalte Finansdepartementet i brevet av 23. desember 1992 at det er vanskelig å gi en uttømmende presisering av hvilke undersøkelser som skal være tilstrekkelig for å oppfylle lovens aktsomhetskrav. Departementet la imidlertid til grunn at klarererens aktsomhetsplikt normalt vil være oppfylt dersom følgende fremgangsmåte følges for å bringe på det rene om klarering kan gis:

> «Hvis klarereren er den øverste administrative leder, eller i dennes fravær dennes stedfortreder, skal det i denne forbindelse være tilstrekkelig, men ikke nødvendig, at han i fornøden utstrekning:
>
> (i) har sørget for at samtlige ledende ansatte har fått instruks om uten ugrunnet opphold å meddele alle opplysninger som kan være kurssensitive til den øverste administrative leder og/eller hans utpekte faste stedfortreder, eller en av disse hvis det er flere, og et påbud om at disse ledende ansatte gir tilsvarende instruks til sine nærmeste underordnede;
>
> (ii) undersøker hvorvidt han har uavhentet og /eller uåpnet post og gjennomgår slik post;
>
> (iii) hvis han er klar over at en utvikling pågår innen foretaket og som kan føre til kurssensitiv informasjon, undersøker hos rette vedkommende innen foretaket hvilken status utviklingen da har, for derigjennom å bringe på det rene hvorvidt det foreligger kurssensitiv informasjon; og
>
> (iv) forespør den klareringspliktige hvorvidt han er kjent med kurssensitiv informasjon.
>
> Hvis klarereren er styrets formann, eller i dennes fravær dennes stedfortreder, skal det i denne relasjon være tilstrekkelig, men ikke nødvendig, at han iakttar de forholdsregler som er nevnt i (ii) til (iv) ovenfor og forespør de ledende ansatte om de er kjent med at det foreligger informasjon som kan være kurssensitiv.»

Kjøp eller salg regnes bare som klarert dersom det sluttes bindende avtale i løpet av den syvende dagen etter at klareringen er datert, jf. forskriftens § 6. Etter dette tidspunkt må ny klarering innhentes.

Forbudet mot innsidehandel i vphl. § 6 første ledd første punktum gjelder uavhengig av om det er gitt klarering, jf. forskriftens § 7. Forskriften § 9 viser til at den som har gitt uriktig klarering som nevnt i vphl. § 6 første ledd tredje og fjerde punktum kan straffes i henhold til § 62 første ledd.

Det følger av vphl. § 6 annet ledd at dersom kjøp eller salg som nevnt i første ledd annet punktum forsettelig ikke på forhånd er klarert som angitt i første ledd tredje eller fjerde punktum, og det ikke på annen måte er sannsynliggjort at vedkommende ikke hadde opplysninger som nevnt, skal det legges til grunn at vedkommende hadde opplysninger om utsteder som nevnt i første ledd første punktum.

Kredittilsynet har oversendt en sak om overtredelse av klareringsplikten til påtalemyndigheten. Saken gjaldt et styremedlem som solgte aksjer i selskapet høsten 1993 uten å forhåndsklarere med øverste leder. Det ble utferdiget et forelegg som ikke ble vedtatt. Det ble deretter tatt ut tiltale og i byretten ble vedkommende

frifunnet, se Trondheim byretts dom av 24. januar 1995. Påtalemyndigheten påanket dommen, men anken ble forkastet ved Høyesteretts kjennelse av 9. oktober 1995. Høyesterett la til grunn at bestemmelsene om undersøkelses- og klareringsplikt får anvendelse uten hensyn til om det foreligger innsideopplysninger som nevnt i § 6 første ledd første punktum. Når det gjaldt spørsmålet om unnlatelse av å innhente klarering i seg selv kan medføre straff, ble det lagt til grunn at det ikke foreligger tilstrekkelig hjemmel for å anse overtredelse av klareringsplikten som straffbar i seg selv. Straffebestemmelsen retter seg kun mot § 6 første ledd første og annet punktum samt den som har gitt uriktig klarering som nevnt i § 6 første ledd tredje og fjerde punktum, jf. § 62 første ledd.

4.2.4 Taushetsplikt, forbud mot rådgivning

Det følger av vphl. § 6 a første ledd at styremedlem, medlem av kontrollkomité, revisor eller ledende ansatt hos utsteder av verdipapirer som er gjenstand for organisert omsetning, ikke må gi presise og fortrolige opplysninger til uvedkommende om verdipapirene eller utstederen av disse som er egnet til å påvirke kursen på verdipapirene vesentlig. Bestemmelsen bygger på Rdir. 89/592 som pålegger medlemslandene en plikt til å innføre regler om taushetsplikt for personer med spesiell tilknytning til et foretak, og gir mulighet for å innføre det også for andre som mottar innsideinformasjon. I forarbeidene til bestemmelsen ble det lagt vekt på at en offentligrettslig regel om taushetsplikt for presise og fortrolige opplysninger i tiden før informasjonen blir offentliggjort er viktig fordi det hindrer ujevn informasjonsstrøm til forskjellige deltagere i verdipapirmarkedet. Videre heter det at «uten en straffesanksjonert taushetsplikt ville det kunne brukes som et forsvarsmiddel mot oppkjøpsforsøk å gi oppkjøperen»innsideinformasjon«som gjorde at vedkommende ikke lenger hadde lov til å kjøpe eller selge målselskapets verdipapirer.» (Ot. prp. nr. 72 (1990-91) s. 32.)

Taushetsplikten omfatter den samme personkretsen som § 6 første ledd annet punktum om undersøkelsesplikt. Ledende ansatte og tillitsmenn i aksjeselskap har forøvrig også meldeplikt etter aksjel. § 8-6 som dekker en mer omfattende gruppe. Taushetspliktbestemmelsen er imidlertid ikke begrenset til aksjeselskaper, men gjelder også personer med tilsvarende posisjoner i andre selskaper. Taushetsplikten gjelder i motsetning til § 6 første ledd første puktum kun opplysninger om verdipapirene eller utstederen av disse, og ikke for andre forhold som er egnet til å påvirke kursen. Taushetsplikten gjelder overfor uvedkommende, og opphører når opplysningene blir offentliggjort eller alminnelig kjent på annen måte. I Ot. prp. nr. 72 (1990-91) s. 32 vises det til Finansdepartementets høringsnotat hvor det ble uttalt at det måtte være adgang til vanlig saksbehandling innen foretaket samt å gi opplysninger til utenforstående i den grad det er nødvendig for foretaket. I praksis har det blant annet vært lagt til grunn at når opplysninger gis til potensielle fusjonspartnere, oppkjøpere mv. i samsvar med rutinene i børsforskriften § 5-1 annet ledd, så regnes ikke mottagerne som uvedkommende. I lys av hensynene bak regelen må det antas at gode og forsvarlige rutiner for å hindre spredning av informasjonen vil være relevant ved avgrensningen.

Etter § 6 a annet ledd gjelder en tilsvarende taushetsplikt for personer som på grunn av sin eierandel i utstederforetaket eller på grunn av arbeid eller oppdrag for utsteder har kjennskap til presise og fortrolige opplysninger om verdipapirene eller utstederen av disse. Personene må for å omfattes av taushetsplikten ha mottatt opplysningene på grunn av sin spesielle tilknytning til utstederforetaket. I merknadene til bestemmelsen, se Ot. prp. nr. 72 (1990-91) s. 68, nevnes som eksempler på eierandel: aksjeeie, kommandittandel eller selskapsandel. Videre nevnes som eksem-

pler på relevant «arbeid eller oppdrag» tjenester som advokat, konsulent eller finansiell rådgiver utfører. Taushetsplikten inntrer dersom vedkommende blir kjent med fortrolig kursrelevant informasjon.

Personer som har taushetsplikt etter § 6 a første og annet ledd kan ikke gi råd om handel med verdipapirer som de har taushetsbelagte opplysninger om, jf. bestemmelsens tredje ledd.

Som nevnt under *"Bakgrunn og oversikt"* i punkt 4.2.1 er bestemmelsen straffesanksjonert, jf. vphl. § 62 annet ledd nr. 1.

4.2.5 Forbud mot handel i visse perioder

Paragraf 6 b første ledd inneholder et forbud mot å kjøpe eller selge visse verdipapirer i avgrensede perioder for en personkrets tilsvarende den som omfattes av spesialregelen i § 6 første ledd annet punktum om undersøkelsesplikt mv. samt § 6 a om taushetsplikt mv. Verdipapirer som er utstedt av det foretaket vedkommende er tilknyttet, samt opsjoner og terminer til slike verdipapirer, omfattes av handleforbudet, jf. § 6 b første ledd første og annet punktum Det er lagt til grunn i Ot. prp. nr. 72 (1990-91) s. 33 at objektive regler som setter klare grenser i bestemte perioder hvor det ofte vil foreligge en del kursrelevant ikke offentliggjort informasjon, kan i disse periodene være et alternativ til det alminnelige forbudet mot innsidehandel.

Handleforbudet gjelder i tidsrommet to måneder før offentliggjøring av styrets forslag til utsteders årsoppgjør, eller to måneder før foreløpig årsoppgjør dersom dette offentliggjøres tidligere, og en måned før offentliggjøring av utsteders delårsrapport. For børsnoterte selskap som offentliggjør forslag til årsoppgjør og to tertialregnskaper vil ledende ansatte og tillitsmenn dermed være avskåret fra å handle med selskapets verdipapirer fire måneder i året. For selskaper med kvartalsregnskap gjelder handleforbudet minimum fem måneder i året. I tillegg gjelder det alminnelige handleforbudet i § 6 første ledd første punktum.

Etter § 6 b første ledd tredje punktum kan Børsstyret i særlige tilfelle tillate kjøp eller salg i de aktuelle tidsrom. I Ot. prp. nr. 72 (1990-91) vises det til at det kan oppstå behov for å gjøre unntak fra handleforbud f.eks. i en situasjon hvor ledelsen i et foretak har behov for å kunne handle aksjer i foretaket i den aktuelle periode for å forsvare seg mot et oppkjøp. Tilsvarende gjelder når ledelsen i de aktuelle perioder ønsker å akseptere et oppkjøpstilbud. Videre legges det til grunn at en plutselig oppstått situasjon hvor vedkommende har behov for å selge sine verdipapirer vil kunne begrunne et unntak.

Kredittilsynet har i en konkret sak lagt til grunn at handelsforbudet også gjelder handel mellom innsidere. Det ble imidlertid vist til Børsstyrets kompetanse til i særlige tilfelle å gi tillatelse til kjøp og salg i forbudsperioden, jf. § 6 første ledd annet punktum.

I § 6 b annet ledd gjøres det unntak fra handelsforbudet for salg av tegningsretter i forbindelse med kapitalforhøyelse, eller kjøp eller salg som utsteder eller innehaver av opsjon eller termin foretar i samsvar med og ved utløpet av tidligere inngått opsjon- eller terminkontrakt. Unntaket for salg av tegningsretter er begrunnet i at ledende ansatte og tillitsmenn som ikke har adgang til å tegne aksjer pga. det objektive handleforbudet ville kunne få en påtvunget reduksjon av verdien på sine aksjeporteføljer til fordel for de andre aksjonærene dersom de skulle være avskåret fra å selge tegningsrettene, se Ot. prp. nr. 72 (1990-91) s. 68. Salg av tegningsretter mens man har innsideinformasjon vil imidlertid kunne rammes av § 6 første ledd.

I rundskriv 20/93 legger Kredittilsynet til grunn at § 6 b ikke får anvendelse ved utstedelse eller tegning av verdipapirer i forbindelse med emisjoner og at ledende ansatte derfor kan tegne seg i foretakets emisjon selv om denne finner sted i for-

budsperiodene før offentliggjøring av regnskapstallene. Videre legges det til grunn at bestemmelsen ikke får anvendelse på handel for fremmed regning. Det vises eksempelvis til ledende ansatte mv. som deltar i foretakets handel i egne papirer. Kredittilsynet understreker imidlertid at hovedregelen i § 6 første ledd første punktum samt reglene om klareringsplikt i samme ledds annet, tredje og fjerde punktum omfatter handel for fremmed regning.

I samme rundskriv uttaler Kredittilsynet at § 6 b ikke gjelder hvor verdipapirer skifter eier ved arv eller gave og normalt heller ikke ved overgang av en persons verdipapirer til et selskap som eies 100 pst. av selger selv om det betales vederlag for verdipapirene. Det samme gjelder hvis overgangen skjer mellom to selskaper som begge er 100 pst. eid av samme eier.

Som nevnt under *"Bakgrunn og oversikt"* i punkt 4.2.1 er bestemmelsen straffesanksjonert, jf. vphl. § 62 annet ledd nr. 1.

4.3 UTENLANDSK RETT

4.3.1 EØS-rett

Direktivet om innsidehandel, Rdir. 89/592, inneholder minimumsregler. Det følger av art. 2 at medlemsstatene skal forby personer med innsideinformasjon på egne eller andres vegne, direkte eller indirekte, å erverve eller avhende verdipapirer fra den eller de utstedere som berøres av opplysningene, ved bevisst å benytte seg av innsideinformasjonen. Forbudet gjelder personer som er medlemmer av utsteders administrasjons-, ledelses- eller kontrollorgan, eiere og andre som har tilgang til innsideopplysninger i forbindelse med sitt arbeid, yrke eller verv. Dersom personer som nevnt er selskap eller andre juridiske personer, skal forbudet gjelde fysiske personer som er med på å treffe avgjørelsen om å foreta en transaksjon på vegne av den juridiske person, jf. art. 2 nr. 2.

I henhold til art. 3 skal medlemstatene forby de nevnte innsidere å bringe innsideinformasjon videre til tredjemann med mindre dette skjer i sammenheng med de oppgaver som normalt faller inn under vedkommendes arbeid, yrke eller verv. Medlemsstatene skal videre forby de nevnte innsidere å anbefale tredjemann å erverve eller avhende, eller gjennom tredjemann å erverve eller avhende verdipapirer.

Forbudet mot innsidehandel i art. 2 skal i henhold til art. 4 også gjøres gjeldende overfor enhver som vet at han har innsideinformasjon når kilden direkte eller indirekte bare kan være en person som nevnt i art. 2.

Innsideinformasjon defineres i art. 1 nr. 1 som opplysninger av en presis karakter som ikke er blitt offentliggjort, som berører én eller flere verdipapirutstedere eller ett eller flere verdipapirer, og som kan få vesentlig innvirkning på kursen på det eller de aktuelle verdipapirene dersom den blir offentliggjort. Både aksjer, obligasjoner og verdipapirer som kan sidestilles med aksjer og obligasjoner samt tegningsretter, opsjoner og terminer som er knyttet til verdipapirer som nevnt, skal omfattes av forbudet. Verdipapirene må i tillegg omsettes på et regulert marked som er under tilsyn av organer godkjent av offentlige myndigheter, som fungerer regelmessig, og som direkte eller indirekte er tilgjengelig for offentligheten, jf. art 1 nr. 2.

4.3.2 Storbritannia

Regler om innsidehandel fremgikk tidligere av the Company Securities (Insider Dealing) Act 1985. Reglene har forholdsvis nylig vært gjenstand for revisjon og fremgår nå av Part V of the Criminal Justice Act 1993 (insider dealing). Loven implementerer Rdir. 89/592 om innsidehandel.

Loven omfatter følgende tre varianter av overtredelse av forbudet mot innsidehandel, jf. section 52:

1. Der en person med innsideinformasjon handler med de verdipapirer informasjonen gjelder (Insider Dealing)
2. Der en person med innsideinformasjon oppfordrer/oppmuntrer en annen person til å handle de verdipapirer informasjonen gjelder (Insider Encouragement)
3. Der en person som har innsideinformasjon gir informasjonen til en annen person i andre tilfelle enn der avgivelse av slik informasjon følger av utøvelsen av vedkommendes arbeid, yrke eller verv (Insider Disclosure).

Enhver person som handler for egen eller fremmed regning og som har innsideinformasjon fra en «innsidekilde» og vedkommende vet dette, omfattes av forbudet mot innsidehandel. Det følger av section 57 at en person har informasjon fra en «innsidekilde» dersom han har tilgang til informasjonen:

1. i egenskap av å være styremedlem, ansatt eller aksjeeier hos en utsteder
2. i egenskap av sitt arbeid, stilling eller yrke
3. direkte eller indirekte fra en person nevnt under 1) eller 2).

Innsideinformasjon defineres i section 56 som informasjon som:

> «..(a) relates to particular securities or to a particular issuer of securities or to particular issuers of securities and not to securities generally or to issuers of securities generally;
> (b) is specific or precise;
> (c) has not been made public; and
> (d) if it were made public would be likely to have a significant effect on the price of any securities...»

Reglene får anvendelse kun dersom de aktuelle handler er foretatt på et regulert marked eller gjennom en profesjonell mellommann eller at vedkommende selv opptrer som en profesjonell mellommann, jf. section 52 (3).

Bestemmelsene omhandler verdipapirer som noteres på en EØS-børs, eller har sine kurser kvotert på en slik børs. Verdipapirdefinisjonen er vid og omfatter aksjer, obligasjoner mv. og også opsjoner, terminer og såkalte differansekontrakter («contracts of difference»). Valuta- og råvarederivater er ikke omfattet.

Loven angir i section 53 enkelte frifinnelsesgrunner som tiltalte kan påberope seg («defences»). I disse tilfeller ligger bevisbyrden på tiltalte. Det følger av bestemmelsen at det ikke foreligger en overtredelse av loven dersom tiltalte kan vise at han:

1. ikke kunne forvente at handelen skulle resultere i fortjeneste som kan tilskrives prissensitiv informasjon relatert til verdipapiret,
2. hadde rimelig grunn til å tro at informasjonen hadde kommet ut i en slik grad at ingen av partene i handelen ville bli påført ulempe ved ikke å ha informasjonen,
3. ville handlet slik han gjorde uavhengig av den aktuelle informasjonen
4. opptrer i god tro ved utøvelsen av sin virksomhet som market maker eller i sitt arbeid i en market maker virksomhet
5. opptrer i samsvar med reglene om prisstabilisering
6. hadde informasjon som var «markedsinformasjon»

Tilsvarende gjelder for personer som har oppmuntret/anbefalt en annen til å handle, jf. section 53 (2). I henhold til section 53 (3) vil en person som har gitt insideinformasjon videre ikke være skyldig i innsidehandel dersom vedkommende kan vise at han ikke kunne vente at den andre personen ville handle på bakgrunn av tilgangen

på informasjon, eller at det ikke var å forvente at en eventuell handel ville resultere i en fortjeneste som kan tilskrives den prissensitive informasjonen.

Overtredelse av forbudet mot innsidehandel kan straffes med fengsel i inntil 7 år.

I tillegg til lovregler om innsidehandel har London Stock Exchange i sitt regelverk, The Listing Rules, nærmere bestemmelser om primærinnsideres handel med selskapets verdipapirer. The Model Code som følger som vedlegg til kapittel 16 i The Listing Rules som omhandler ledelsen i selskapene, inneholder minimumskrav som de børsnoterte selskapene plikter å gjennomføre i sine interne regler.

The Model Code inneholder i hovedsak regler om at selskapene skal bestemme at styremedlemmer og ledende ansatte samt ansatte med tilgang på fortrolig innsideinformasjon ikke skal foreta kortsiktig handel i selskapets verdipapirer eller handle når de innehar fortrolig prissensitiv informasjon. Videre skal de uansett ikke handle i en periode på to måneder før selskapet gir regelmessig informasjon, eventuelt en måned før dersom selskapet avgir kvartalsrapportering. Enhver handel skal meldes og være forhåndsklarert med styreformann, eventuelt andre styremedlemmer som er tillagt denne oppgaven.

Ved overtredelser av The Model Code har børsen sanksjonsmidler som kan benyttes både overfor selskapet og den aktuelle primærinnsider, jf. kap. 1 i The Listing Rules. Børsen kan bl. a. gi kritikk, og denne kritikken kan offentliggjøres. Ved forsettelige eller gjentatte overtredelser kan børsen gå offentlig ut med en anmodning om at vedkommende bør fratre fra sin stilling, og dersom han forblir i sin stilling, suspendere eller stryke utsteders verdipapirer fra kursnotering. Utvalget har på forespørsel til London Stock Exchange fått opplyst at de antar at bestemmelsene neppe oppleves som særlig tyngende for selskapet og de ansatte. Den utgjør et sikkerhetsnett som beskytter mot aktivitet som kan medføre kritikk av f.eks. tidspunktet for handelen.

4.3.3 Sverige

I Sverige er det vedtatt en egen lov som regulerer innsidehandel, Insiderlagen (SFS 1990:1342) som trådte i kraft 1991. Loven inneholder et forbud mot innsidehandel, men har også regler om meldeplikt for ledende personer i børsnoterte foretak og for offentlige ansatte, se *"Sverige"* i punkt 5.3.2.

Det følger av § 4 at det er forbudt å kjøpe eller selge verdipapirer for egen eller andres regning dersom man har kunnskap om ikke offentliggjorte omstendigheter som er egnet til å påvirke kursen vesentlig. Forbudet gjelder handel på «värdepappersmarknaden», dvs. handel på børs eller annen organisert markedsplass eller handel gjennom foretak som yter investeringstjenester, jf. § 2 første ledd nr. 1. I henhold til § 2 første ledd nr. 2 og annet ledd er alle typer verdipapirer omfattet, også opsjoner og terminer. Forbudet omfatter personer som gjennom sin stilling, oppdrag eller arbeid normalt blir kjent med informasjon som ikke er offentliggjort, jf. § 4 første ledd, aksjeeiere som får kjennskap til innsideinformasjon om foretaket, jf. annet ledd, samt andre personer med innsideinformasjon dersom kilden for informasjonen er en person som nevnt i første eller annet ledd, eller informasjonen ellers har kommet ut til uvedkommende, jf. § 4 tredje ledd.

Personer som nevnt i § 4 første og annet ledd kan ikke gi råd eller på annen lignende måte foranledige at andre handler de aktuelle verdipapirene.

I lovens § 5 er det oppregnet en rekke omstendigheter som eksempelvis kan være egnet til å påvirke kursen vesentlig. Oppregningen omfatter både omstendigheter av selskapsspesifikk karakter og omstendigheter knyttet til mere generelle markedsforhold. Også beslutninger foretatt av porteføljeforvaltere eller institusjo-

nelle investorer om kjøp eller salg av verdipapirer og lignende markedsinformasjon regnes som en slik omstendighet.

Paragraf 7 omfatter enkelte unntak fra forbudet i § 4. Blant annet kan fondsmeglerforetak utføre ordinær meglervirksomhet. Videre kan man uten hinder av § 4 kjøpe verdipapirer dersom opplysningen er egnet til å senke kursen eller selge dersom opplysningen er egnet til å påvirke kursen positivt. Dette unntaket gjelder ikke opsjoner og terminer. Bestemmelsen inneholder også enkelte andre unntak.

Strafferammen for overtredelse av forbudet er bøter eller fengsel i inntil to år, i grove tilfeller inntil 4 år.

Den 2. september 1993 ble det av den svenske regjeringen iverksatt et arbeid hvor endringer i insiderlagen skulle vurderes. Utredningen er trykket i SOU 1994:68 Otilbörlig kurspåverkan och vissa insiderfrågor. I utredningen er det blant annet drøftet hvorvidt innsidereglene bør få anvendelse på valuta og valutaderivater. Det foreslås at innsidereglene med visse begrensninger skal få anvendelse også på slike instrumenter.

4.3.4 Danmark

De danske reglene om innsidehandel fremgår av lov om København Fondsbørs. Det følger av fondsbørsloven § 39 a første ledd at «køb, salg og tilskyndelse til køb eller salg af et værdipapir må ikke foretages af nogen, der har intern viden, som kan være af betydning for handelen».

Med verdipapir forstås verdipapir av enhver art, herunder finansielle kontrakter, som handles på en børs eller et tilsvarende regulert marked, samt unoterte finansielle kontrakter, som er knyttet til verdipapirer notert på København Fondsbørs, jf. § 39 første ledd nr. 1 og 2.

«Intern viden» defineres som ikke offentliggjorte opplysninger om utstedere av verdipapirer, verdipapirer eller markedsforhold vedrørende disse, som må antas å få betydning for kursdannelsen på et eller flere verdipapirer hvis opplysningene ble offentliggjort, jf. § 39 annet ledd. Det følger av § 39 tredje ledd at en opplysning anses for offentliggjort «når det er skjedd en for markedet generell og relevant videreformidling af denne».

Det følger av § 39 a at foretak som kan delta i handelen over Københavns Fondsbørs' handelsystem ikke må medvirke til å gjennomføre handler hvor de vet eller har en formodning om at den som ønsker å handle har innsideinformasjon. Forbudet mot innsidehandel er ikke til hinder for at de nevnte foretak kan utføre vanlig handel som skjer på vegne av en kunde og som ledd i effektueringen av kundens ordre eller handelen skjer som et normalt ledd i foretakets market maker funksjon i det aktuelle papiret, jf. § 39 a tredje ledd.

I henhold til § 39 b første ledd har den som besitter innsideinformasjon taushetsplikt med mindre videreformidling av informasjonen er et normalt ledd i utøvelsen av vedkommendes «beskjæftigelse, erhverv eller funktion». Utstedere av verdipapirer plikter å utarbeide interne regler med det formål å hindre at innsideinformasjon er tilgjengelig for andre enn dem som har behov for denne informasjonen, jf. § 39 b annet ledd. Tilsvarende regler skal utarbeides av offentlige myndigheter og andre virkomheter, herunder «pengeinstitutter, børsmæglerselskaber, advokater og revisorer», som ikraft av sin virksomhetsutøvelse regelmessig kommer i besittelse av innsideinformasjon.

Strafferammen for overtredelse av forbudet er fengsel i inntil 1 år og 6 måneder, i forsettelige og særlig grove tilfelle inntil 4 år, jf. § 44 a. I henhold til denne bestemmelsen kan også overtredelse av taushetsplikten straffes med fengsel i inntil 1 år og 6 mnd. Overtredelse av § 39 a annet ledd om forbudet mot å medvirke til handler

hvor kunden har innsideinformasjon samt § 39 b annet ledd om plikten til å utabeide interne regler som skal hindre informasjonsflyt kan straffes med bøter, jf. § 44 første ledd.

4.4 UTVALGETS VURDERINGER

4.4.1 Innledning

Utvalget viser innledningsvis til *"Økonomisk bakgrunn for regulering av verdipapirmarkedene"* i kap. 2 om økonomisk bakgrunn for regulering av verdipapirmarkedene og særlig til *"Hensynene bak reguleringen av innsidehandel"* i punkt 2.5.1.4 om hensynene bak reguleringen av innsidehandel. Utvalget legger til grunn at bestemmelser for å motvirke innsidehandel er sentrale for markedets integritet og bør opprettholdes. Etter utvalgets syn er et forbud mot innsidehandel nødvendig for å opprettholde markedsaktørenes tillit til et ordnet og effektivt verdipapirmarked. Beslutninger om kjøp og salg baseres på informasjon om selskapsspesifikke forhold og den generelle økonomiske utvikling. Det er derfor viktig at investorene får lik og samtidig tilgang til relevant informasjon for å vurdere salg eller kjøp av verdipapiret. Dersom enkelte har tilgang på mer informasjon, eventuelt mottar informasjon på et tidligere tidspunkt, enn øvrige aktører og utnytter dette, vil vedkommende kunne skaffe seg en ekstraordinær gevinst eller unngå et ekstraordinært tap. Dette vil kunne føre til at aktører som ikke har samme informasjonstilgang ikke finner det formålstjenelig å plassere sine midler i det norske verdipapirmarkedet. Dårlig fungerende verdipapirmarked kan gjøre det vanskeligere og dyrere for selskapene å reise kapital. Forbud mot innsidehandel, andre forebyggende bestemmelser samt en effektiv håndhevelse, styrker derfor markedets evne til å tiltrekke investorer og bidrar således til økt likviditet. Utvalget viser til at ugyldighetsregelen i avtalelovens § 33 og bedrageriregelen i straffeloven § 270 vil kunne ramme enkelte tilfeller av innsidehandel, men at disse bestemmelsene i praksis ikke kan anses tilstrekkelige eller tilfredsstillende. Blant annet på grunn av de strenge skyldkravene i straffeloven og på grunn av den anonymitet som ofte er knyttet til handler i det organiserte verdipapirmarkedet, er det etter utvalgets syn i tillegg nødvendig med egne bestemmelser om innsidehandel.

Utvalget viser også til at det følger av EØS-avtalen at Norge er forpliktet til å ha et forbud mot innsidehandel m.m., i samsvar med de minimumskrav som følger av Rdir. 89/592 om innsidehandel. De fleste vestlige land med velutviklede verdipapirmarked har slik lovregulering.

Utvalget er kjent med den argumentasjon som har vært fremført om informasjonsverdien ved innsideres handel i aksjemarkedet. Det har særlig vært hevdet at innsidehandel fører til at kurseffekten av relevant kursinformasjon spres raskere enn dersom slik handel er forbudt. Det er i denne forbindelse vist til at innsiderens motpart ikke lider «tap», fordi i organiserte marked handles det anonymt og til markedsbestemte priser, slik at vedkommende uansett ville inngått en kontrakt med en annen motpart til samme pris (dvs. dersom innsideren hadde vært avholdt fra å delta i markedet). Til dette siste har det imidlertid igjen vært påpekt at det forhold at innsideren deltar i markedet, påvirker den totale mengde som tilbys eller etterspørres, og gjennom dette igjen den kurs som samtlige aktører handler til. Avhengig av innsideinformasjonens karakter vil andre aktører i gitte situasjoner kunne vinne eller tape på at innsidere har kunnet handle på fortrolig informasjon. Innsiderne vil imidlertid utvilsomt ha en informasjonsfordel, som kan utnyttes til å skaffe en sikrere fortjeneste enn de øvrige markedsdeltakerne kan få.

Etter utvalgets syn er det lite tvilsomt at også aktører med nær tilknytning til de verdipapirutstedende foretak bør kunne delta som aktører i aksjemarkedet. Det må

anses som en fordel at styremedlemmer og ledende ansatte kan eie aksjer i de selskap de har tilknytning til. I denne forbindelse legger utvalget også vekt på at handel fra disse aktører, som vil være særlig innsiktsfulle og profesjonelle, kan bidra til at forventninger om et selskaps fremtid bringes ut til markedets øvrige aktører. Dette vil skje både gjennom det volum slike aktører selv handler, og ved at det legges opp til et rapporteringssystem spesielt for innsideres egenhandel. Empirisk forskning i finansmarkedet tyder forøvrig på at primærinnsidere i gjennomsnitt ikke oppnår bedre avkastning enn andre investorer. Det kan tilsi at primærinnsideres handel ikke nødvendigvis har den overfor antatte effekt i markedet. Det kan imidlertid også ses som en naturlig effekt av forbudet mot innsidehandel og reglene om handleforbud. Dersom disse reglene etterleves, vil avkastningsmulighetene for enkeltinvestorer med tilgang til ikke-offentlig selskapsinformasjon selvfølgelig reduseres.

Utvalget har etter en samlet vurdering ikke funnet grunn til å foreslå at forbudet mot innsidehandel modifiseres vesentlig. I denne forbindelse legger utvalget utslagsgivende vekt på at det sentrale formål bak forbudet mot innsidehandel er å bevare tilliten til at omsetningen i norske verdipapirmarked skjer på en ordnet måte, der ingen aktører utnytter en uheldig informasjonsfordel på andres bekostning. Det legges i denne forbindelse vekt på at det er av særlig betydning for et lite land at de sentrale rammebetingelser oppfattes som rettferdige, og også velkjente. Endelig viser utvalget til at EU/EØS-retten fordrer at Norge som andre stater i avtaleområdet har forbud mot innsidehandel. På denne bakgrunn vil utvalget i det følgende gå inn for at hovedtrekkene i gjeldende rett videreføres, men med enkelte presiseringer og endringer.

Som nevnt under *"Bakgrunn og oversikt"* i punkt 4.2.1 foran ble et generelt forbud mot innsidehandel vedtatt i 1985. Bestemmelsen har senere vært gjenstand for endringer som har gjort forbudet noe mer omfattende, samt utvidet strafferammen fra ett til seks år. I tillegg ble det innført bestemmeløser spesielt rettet mot tillitsmenn og ledende ansatte i utstederforetakene (primærinnsidere) i loven ved siste lovendring i 1991. De nye bestemmelsene omfatter undersøkelses- og klareringsplikt, handleforbud i nærmere angitte perioder, taushetsplikt og rådgivningsforbud.

Hvert år gjennomføres et stort antall transaksjoner i verdipapirmarkedet. I 1994 ble det gjennomført i underkant av 305.000 transjaksjoner i aksjer og grunnfondsbevis, og omlag 82.000 obligasjonstransaksjoner på børsen. Av transaksjonene i aksjer og grunnfondsbevis utgjorde vel 1 pst. transaksjoner i grunnfondsbevis, mens transaksjoner i statsobligasjoner utgjorde om lag 63 pst. av obligasjonstransaksjonene. Det gjennomsnittlige transaksjonsbeløp i aksjemarkedet var om lag NOK 408.000 og NOK 18.75 mill. i obligasjonsmarkedet. Det store transaksjonsantallet gjør det viktig med forutberegnelige, klare og lett tilgjengelige bestemmelser, særlig tatt i betraktning at overtredelser av innsidelovgivningen er belagt med en relativt streng strafferamme. Videre må de utformes på en slik måte at det er mulig å kontrollere og håndheve reglene.

Til tross for at innsidereglene enten er forholdsvis nye eller nylig endret, har utvalget på denne bakgrunn valgt å foreslå enkelte endringer og presiseringer med sikte på et mer hensiktsmessig og lettere tilgjengelig regelverk med bedre balanse mellom reglene rettet mot primær- og sekundærinnsidene. I vurderingen har utvalget lagt vekt på den samlede virkningen av regelsettet knyttet til innsidebestemmelsene. I denne sammenheng inngår også de øvrige bestemmelser i vphl. som tildels har til formål å forebygge innsidehandel, jf. meldepliktsreglene i § 8 og § 7 om opplysningsplikt for foretak. Dersom disse regelsettene virker etter sin hensikt, vil muligheten for innsidehandel rent faktisk være redusert. Disse behandles i henholdsvis *"Meldepliktig verdipapirhandel"* i kap. 5 og kap. *"Opplysningsplikt for foretak"* i 8.

4.4.2 Forbudet mot innsidehandel

Utvalget foreslår at den sentrale bestemmelsen i § 6 første ledd første punktum fastholdes. Regelen oppfyller kravene i innsidehandeldirektivet og går noe lengre på enkelte punkter. Tolkningen av bestemmelsen er drøftet i *"Gjeldende rett"* i punkt 4.2 om gjeldende rett der det henvises til forarbeidene. På grunn av den tvil som har oppstått om tolkningen av enkelte sider ved bestemmelsen, finner utvalget det hensiktsmessig å foreta en gjennomgang av enkelte sentrale deler av ordlyden i den gjeldende bestemmelsen, som ikke er direkte omtalt i bestemmelsens forarbeider.

4.4.2.1 Kravet til innsideinformasjon

Forbudet mot kjøp og salg av verdipapirer i § 6 rammer enhver som har presise og fortrolige opplysninger om verdipapirene, utstederene av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen på verdipapirene vesentlig. Bestemmelsen omfatter altså i tillegg til opplysninger om verdipapirene eller utstederne også opplysninger om «andre forhold». Forbudet gjelder således all informasjon som er kursrelevant i lovens forstand. De typiske og viktigste eksempler på innsideinformasjon vil imidlertid være opplysninger om verdipapirene eller utstederene av disse. Dette kan f.eks være opplysninger om et planlagt kjøp eller salg av en slik karakter at det er egnet til å påvirke kursen vesentlig, opplysninger om økonomiske resultater hos utsteder eller opplysninger om at utsteder har inngått en viktig kontrakt. Eksempler på opplysninger om «andre forhold» som kan være kursrelevant i lovens forstand er mer generell informasjon om rammebetingelser, f.eks. om renteendringer eller om forslag til endringer i skatteregler.

Det stilles således ikke krav til informasjonens tilknytning til utsteder. Informasjon om egne planer vil imidlertid ikke omfattes av bestemmelsen, selv om offentliggjøring av planen faktisk er egnet til å påvirke kursen vesentlig. For eksempel vil dette gjelde en investor som har til hensikt å gjennomføre handel av en større post, som kan være egnet til å påvirke kursen. Gjennomføringen av denne planen vil ikke være misbruk av innsideinformasjon. For rådgivere som f.eks. benyttes til å gjennomføre en slik plan vil imidlertid planen kunne være innsideinformasjon som ikke kan utnyttes. Det er et spørsmål om unntak for egne planer også bør omfatte utsteders handel i egne aksjer, dersom selskapene ved endringen av aksjeloven gis adgang til å eie egne aksjer. Forbudet mot innsidehandel gjelder også for selskapet. Selskapet vil i utgangspunktet ikke kunne handle dersom beslutningen foretas av noen som har innsideinformasjon. Beslutningen om kjøp eller salg vil imidlertid også kunne påvirke aksjekursen. Uvalget viser til at primærinnsiderne i selskapet kan kjøpe og selge egne aksjer i selskapet, selv om selve handelen kan påvirke aksjekursen og antar at tilsvarende i utgangspunktet må gjelde også for selskapets kjøp og salg av egne aksjer. Det vises til at også selskapet vil ha meldeplikt for slik handel, se *"Kretsen av meldepliktige"* i punkt 5.4.4. Utstederselskapene har imidlertid opplysningsplikt om forhold som må antas å være kursrelevante. En beslutning i selskapet om å kjøpe eller selge selskapets aksjer må derfor offentliggjøres dersom vilkårene i børsl. § 4-7 og tilhørende bestemmelser i børsforskriften er oppfylt, se *"Børsl. § 4-7 og børsforskriften"* i punkt 8.1.3. Dersom utstederselskapenes handel i egne aksjer må anses å få noe omfang, antar utvalget at det i børsforskriften, i tråd med det som gjelder i USA, vil inntas mer målrettede regler for dette.

Ved vurderingen av om informasjonen er omfattet av § 6 er det opplysningenes karakter og hvorvidt den er egnet til å påvirke kursen vesentlig som er avgjørende. Det stilles for det første krav til at opplysningene skal være «presise». Det fremgår av forarbeidene fra 1991 at kriteriet «presis», som er i samsvar med innsidehandeldirektivets begrepsbruk, er ment å avgrense mot spekulasjoner og rykter. Kravet til

presise opplysninger betyr ikke at det må være detaljerte eller dokumenterte opplysninger. Er informasjonen i seg selv kurssensitiv må forbudet komme til anvendelse, med mindre den objektivt fremstår som rene rykter og spekulasjoner. Et eksempel er dersom en finansdirektør opplyser at det kommer et bedre resultat enn forventet, uten at vedkommende som mottar informasjonen vet hvor godt resultatet vil bli. Finansdirektørens opplysninger er en type opplysninger som kan være presise nok til å handle på bakgrunn av. Derimot vil generelle rykter om selskapets resultat, uten noen nærmere identifisert kilde, vanskelig kunne sies å være presise nok.

For det andre kreves det at informasjonen skal være «fortrolig». Hensikten med dette uttrykket er å avgrense mot opplysninger som er alminnelig kjent eller tilgjengelig, noe de bl.a. vil være når de er offentliggjort, se Ot. prp. nr 72 (1990-91) s. 67. I dansk og svensk rett benyttes henholdsvis uttrykkene «ikke offentliggjorte oplysninger» og «icke offentliggjord omständighet».

Utvalget peker på den ene siden på at f.eks. informasjon som kun foreligger innad i et konsern må anses som fortrolig. På den annen side bør opplysninger som gis aksjonærer på en generalforsamling i et utstederforetak med et ikke ubetydelig antall aksjonærer, neppe anses fortrolige selv om de ikke er alminnelig kjent. Selskapsspesifikk informasjon av vesentlig betydning for kursen bør imidlertid ikke anses alminnelig kjent før informasjonen er offentliggjort i samsvar med de krav som følger av børsregelverket. Det vises i denne forbindelse til at slike opplysninger er underlagt taushetsplikt, se *"Nærmere om taushetsplikt"* i punkt 4.4.5.1 Det vises også til at selskapet har opplysningsplikt forsåvidt gjelder kursrelevant informasjon.

Ved annen kursrelevant informasjon enn den som er knyttet til utstederforetaket, vil det ikke kunne stilles de samme krav til offentliggjøring. Slik informasjon kan utfra de konkrete forhold, anses alminnelig tilgjengelig på annen måte. Eksempelvis vises det til at opplysninger om budsjettmessige forhold som kan være av kursmessig betydning vil fremgå av diverse stortingsdokumenter. Selv om de nevnte dokumenter, herunder de kursrelevante opplysningene, ikke indirekte referert i avisen eller andre media, må opplysningene anses alment tilgjengelig fra det tidspunkt stortingsdokumentene er tilgjengelige. Når det gjelder informasjon som fremkommer gjennom pressen, viser utvalget forøvrig til at det ikke kan forutsettes at kursrelevant informasjon anses ikke-alminnelig tilgjengelig inntil den har fremkommet i norsk presse. Også informasjon som fremkommer f.eks. i utenlandsk avis må i utgangspunktet kunne anses som alminnelig tilgjengelig.

Det er videre et krav etter § 6 at informasjonen er egnet til å påvirke kursen vesentlig. Når det gjelder kravet «egnet til å påvirke kursen» er det i forarbeidene lagt til grunn at det avgjørende er om opplysningene etter en objektiv vurdering på tidspunket for handelen er egnet til å påvirke kursen og ikke om de i ettertid faktisk gjorde det, se Ot. prp. nr. 72 (1990-91) s. 67. Det er utvalgets syn at det må forligge en realistisk mulighet for kurspåvirkning. Den begrensning som ligger i kravet til vesentlig kurspåvirkning taler for at det normalt kun bør kreves rimelig mulighet for slik påvirkning, for at forbudet skal inntre. Etter utvalgets mening vil det avgjørende være om det foreligger slike opplysninger som, dersom de inngår i beslutningsgrunnlaget for en rasjonell investor, vil være egnet til å påvirke vedkommendes oppfatning eller vurdering av verdien på papirene. Selv om opplysningene er av betydning for investeringsbeslutningen, trenger de likevel ikke å være egnet til å påvirke kursen på verdipapirene vesentlig.

Vesentlighetskravet er omtalt i forarbeidene, se *"Nærmere om den aktuelle informasjon."* i punkt 4.2.2.2. Som det fremgår der refererer vesentlighetskravet seg bl.a. til hvilke kurssvingninger som er normale for denne type verdipapirer. Et vesentlighetskrav følger også av innsidehandeldirektivet og av den svenske loven.

I den danske loven benyttes imidlertid uttrykket «som må antages at få betydning for kursdannelsen».

I tråd med det som fremgår av forarbeidene, se *"Nærmere om den aktuelle informasjon."* i punkt 4.2.2.2 over, legger utvalget til grunn at det ikke er mulig å angi en nærmere prosentsats for hva som er å anse som et vesentlig kursutslag. Vesentlighetskravet vil måtte sees i sammenheng med hvordan kursene på de enkelte verdipapirer vanligvis fluktuerer. Ved vurderingen bør det etter utvalgets syn tas utgangspunkt i hva en alminnelig rasjonell investor må forstå, og om det fremstår for vedkommende som rimelig sannsynlig at kursen vil påvirkes vesentlig. Utvalget viser til at enkelte omstendigheter er av slik karakter at de typisk vil være informasjon som er egnet til å påvirke kursen vesentlig. Dette gjelder omstendigheter som f.eks. fusjoner, oppkjøp og inngåelse av store kontrakter.

4.4.2.2 Markedsregulering av informasjonstilgangen

Den alminnelige investor må kunne handle når det verdipapirutstedende foretaket har offentliggjort informasjonen. Investor har da skaffet seg informasjon på en måte som i prinsippet står åpent for samtlige investorer. Det forhold at analytikere gjør et godt arbeid er selvfølgelig i seg selv ikke et forhold som kan begrunne handleforbud.

Utvalget har imidlertid vurdert spørsmålet om når opplysningene er offentliggjort i forhold til markedet. Gode grunner kan tale for at personer som har fått kjennskap til informasjon som følge av sin direkte eller indirekte tilknytning til utsteder ikke tillates å handle før informasjonen er absorbert i markedet. Ofte vil informasjonen fra f.eks. selskapene være omfattende og kompliserte slik at det vil ta litt tid før aktørene får tolket innholdet. Utvalget antar imidlertid at slike problemer bør løses gjennom børsregelverket og må dessuten vurderes i forhold til bestemmelsene om god forretningsskikk og forbudet mot urimelige forretningsmetoder.

4.4.2.3 Transaksjoner som omfattes av forbudet

Forbudet omfatter kjøp og salg av verdipapirer som er gjenstand for organisert omsetning. Begrepet «gjenstand for organisert omsetning» er behandlet i *"Anvendelsesområde"* i punkt 4.2.2.1. I dag er det kun børsnoterte verdipapirer som er gjenstand for organisert omsetning. I tråd med det som er praktisk i dag foreslår utvalget at forbudet gis anvendelse på børsnoterte verdipapirer. Som nevnt i *"Lovens formål samt stedlig og saklig virkeområde"* i kap. 3, er det foreslått en definisjon av «regulert marked». Som regulert marked regnes i det norske marked pr. i dag, børs opprettet i medhold av børsloven. I likhet med det som er lagt til grunn i innsidehandeldirektivet, er det utvalgets syn at forbudet mot innsidehandel bør gjelde også for verdipapirer som omsettes i annet regulert marked enn børs. Dersom det opprettes slike regulerte markeder i Norge, vil det kunne fastsettes i forskrift at innsidereglene skal gjelde tilsvarende for verdipapirer som omsettes i disse.

Idag omfattes verdipapirer som nevnt i vphl. § 1 bokstav a) -g) dersom de er gjenstand for organisert omsetning, dvs. børsnoterte. Inngåelse av ikke- standardiserte terminer knyttet til noterte verdipapirer, må antas å være omfattet idet disse må anses som kjøp og salg av de underliggende verdipapirer, se *"Anvendelsesområde"* i punkt 4.2.2.1. Utvalget legger imidlertid til grunn at dette bør fremgå uttrykkelig av bestemmelsen. Inngåelse og/eller overdragelse av ikke standardiserte-opsjoner faller i dag utenfor forbudet. Etter utvalgets syn må dette karakteriseres som en betydelig svakhet ved gjeldende bestemmelse. Reelle hensyn taler for at også inngåelse og/eller overdragelse av ikke standardiserte-opsjoner med børsnoterte verdi-

papirer som underliggende, bør være omfattet. Videre vises det til forslaget til ny definisjon av finansielle instrumenter. Det foreslås derfor at forbudet gjøres gjeldende for børsnoterte finansielle instrumenter, og for inngåelse og overdragelse av opsjoner og terminer med slike finansielle instrumenter som underliggende, uavhengig av om disse er standardiserte. Bestemmelsen omfatter opsjoner og terminer selv om det er avtalt differanseavregning og ikke naturaloppfyllelse.

Det følger idag av § 6 tredje ledd at forbudet ikke gjelder kjøp eller salg som utsteder eller innehaver av opsjon eller termin foretar i samsvar med og ved utløpet av tidligere inngått opsjon- eller terminkontrakt. Forsåvidt gjelder terminer vil bestemmelsen neppe ha selvstendig betydning idet inngåelse av en terminkontrakt må ses som inngåelse av bindende avtale om kjøp eller salg som omfattes av forbudet uavhengig av på hvilket tidspunkt kontrakten skal oppfylles. Oppfyllelse på det forhåndsavtalte tidspunkt må kunne skje selv om en av partene i kontrakten får innsideinformasjon i perioden mellom avtaleinngåelsen og oppfyllelsen. Også i forhold til opsjoner vil innsideinformasjon som mottas etter inngåelsen vanskelig kunne misbrukes ved utøvelsen, selv om innehaver av opsjonen har en rett mht utøvelsen. Det vises til at innehaver med innsideinformasjon ikke vil kunne selge opsjonen/stenge posisjonen, eller selge eventuelle verdipapirer som han mottar ved utøvelsen. Utvalget finner likevel grunn til å opprettholde unntaket som en presisering av at forbudet ikke gjelder utøvelse av allerede inngåtte opsjon- eller terminkontrakter i samsvar med og ved utløpet av kontrakten. Utvalget er klar over at misbruk av innsideinformasjon ved utøvelse av en opsjonskontrakt kan tenkes i enkelte tilfelle. Dette kan f. eks. skje gjennom utøvelse av en opsjon som er «out of money». En slik opsjon vil normalt ikke utøves fordi verdipapiret kan kjøpes til en lavere kurs eller selges til en høyere kurs i markedet. Dersom innehaver av opsjonen har innsideinformasjon vil han imidlertid ikke kunne handle i verdipapirmarkedet, men kan istedet velge å utøve opsjonen. Utvalget antar at det neppe er særlig praktisk med et slikt misbruk, men vil likevel foreslå at kun en normal utøvelse av tidligere inngåtte opsjon- eller terminkontrakter omfattes av forbudet.

Unntaket gjelder for utøvelse av en opsjon ved utløpet av kontrakten og er således til hinder for utøvelse av en amerikansk opsjon på et tidligere tidspunkt i de tilfelle opsjonsinnehaver har innsideinformasjon. Misbruk av innsideinformasjon ved utøvelse av en slik opsjon før siste bortfallsdag kan tenkes dersom opsjonsinnehaver har rett til, eller kan velge, kontantutløsing. Utvalget vil derfor ikke foreslå endringer i gjeldende regler på dette punkt.

Forbudet i § 6 første ledd første punktum rammer kjøp og salg. Utvalget legger til grunn at kjøp eller salg er foretatt først når avtale er sluttet. Innleggelse av ordre vil i seg selv ikke være å anse som et kjøp eller salg. Videre er det utvalgets syn at i utgangspunktet vil forbudet mot innsidehandel ikke komme til anvendelse dersom en ordre blir trukket tilbake slik at man unnlater å foreta det kjøpet eller salget ordren gjaldt.

Et spørsmål er imidlertid om man plikter å trekke tilbake en ordre dersom man etter å ha lagt den inn får kursrelevant informasjon. I Christiansen/Bjørland kommentarutgave s. 134 legges det til grunn at dersom noen har stående kjøps- eller salgsordre hos et meglerforetak, påhviler det vedkommende å avbryte oppdraget i tilfelle vedkommende får kursrelevant informasjon. Det uttales videre at tilfellet går inn under begrepet kjøp eller salg, og at en annen løsning åpner for omgåelsesmuligheter. Utvalget slutter seg til denne vurderingen. Plikten til å trekke tilbake ordren må etter utvalgets syn imidlertid nyanseres i forhold til om ordren gjelder kjøp eller salg og hvilken vei den aktuelle informasjonen er egnet til å påvirke kursen. Gjelder en ordre et kjøp og man deretter får kursrelevant informasjon som er egnet til å påvirke kursen positivt vil kjøpet i utgangspunktet rammes av § 6 første ledd første

punktum. Utvalget er oppmerksom på at det ikke alltid vil være mulig å trekke en ordre tilbake, eksempelvis fordi megler ikke er tilgjengelig eller fordi ordren allerede er delvis effektuert. At det faktisk er gjort et forsøk vil imidlertid tillegges vekt ved vurderingen av om forbudet er overtrådt.

Dersom ordren i et tilsvarende tilfelle gjaldt et salg, vil salget ikke rammes av forbudet, fordi et slikt salg på basis av «positiv» informasjon ikke er å regne som misbruk. Spørsmålet vil her være om det at man unnlater å foreta salget ved å trekke tilbake ordren innebærer misbruk og bør omfattes av forbudet. Det ville medføre store bevisproblemer dersom slik unnlatelse skulle omfattes av forbudet, selv om meglerforetakenes plikt til å føre ordrejournal ville kunne lette disse noe. Forbudet forutsetter imidlertid et kjøp eller salg, og utvalget legger derfor til grunn at unnlatelser som nevnt ikke bør omfattes. Selv om det i disse tilfellene kan foreligge «utnyttelse» av innsideinformasjon, vil en bestemmelse som også omfatter unnlatelse være svært vanskelig å håndheve. Utvalget foreslår derfor ingen endring på dette punktet, selv om unnlatelsen av å foreta den påtenkte handel i enkelte tilfeller vil medføre en økonomisk fordel for den aktuelle oppdragsgiver.

Utvalget legger til grunn at kjøp/salg omfattes uavhengig av vederlagets art. Også byttehandel vil derfor omfattes av forbudet mot innsidehandel. Rene gavetransaksjoner vil imidlertid ikke omfattes.

Som nevnt under *"Anvendelsesområde"* i punkt 4.2.2.1 er det antatt at «kjøp og salg» ikke omfatter tegning. Kjøp og salg av omsettelige tegningsretter omfattes imidlertid av forbudet. Gode grunner kan tale for at tegning ikke bør omfattes. Behovet vil ikke være like stort i førstehåndsmarkedet som i annenhåndsmarkedet. Ved en emisjon vil tegningsinnbydelsen/prospektet inneholde den nødvendige informasjon i samsvar med vphl. § 9, se lovutkast § 5-4 første og siste ledd. Prospektet innebærer således en beskyttelse mot at utsteder holder tilbake relevante opplysninger. I denne beskyttelsen ligger også en forutsetning om at det ikke skal foreligge innsideinformasjon hos selskapet i forbindelse med tegningsinnbydelsen. Det vises videre til utvalgets forslag om at børsforskriftens bestemmelser om tillegg til prospekt tas inn i loven, jf. lovutkastet § 5-4 annet ledd. Det følger av bestemmelsen at «enhver ny omstendighet og enhver vesentlig unøyaktighet som kan få betydning for vurderingen av verdipapirene, som fremkommer eller oppdages mellom tidspunktet for offentliggjøring av prospektet og tidspunktet for tegningsperiodens endelige utløp skal nevnes eller rettes i et tillegg til prospektet».

Utnyttelse av innsideinformasjon vil imidlertid kunne forekomme også ved tegning, f.eks. når en person på tegningstidspunktet vet at et oppkjøpstilbud vil komme og utnytter dette ved tegning. Det kan stilles spørsmål ved om personer med innsideinformasjon skal kunne tegne seg ved en emisjon når de samtidig ikke kan handle tilsvarende verdipapirer i annenhåndsmarkedet.

Innsidehandeldirektivet må antas å rette seg mot annenhåndsmarkedet, jf. følgende uttalelse i fortalen: «Annenhåndsmarkedet for verdipapirer spiller en viktig rolle for kapitaltilgangen til næringslivet. For at dette markedet skal kunne virke på en effektiv måte, må alle nødvendige tiltak treffes for å sikre at det fungerer tilfredsstillende.»

Utvalget viser også til at ved en emisjon vil hensynet til en motpart ikke gjør seg gjeldende i samme grad. Selskapet er her motpart og normalt vil den som tegner ikke ha selskapsspesifikk innsideinformasjon som selskapet selv ikke har.

Til tross for at innsideinformasjon vil kunne misbrukes ved tegning i enkelte spesielle tilfeller, har utvalget etter en samlet vurdering hvor det blant annet legges stor vekt på gjeldende regler i andre nordiske land, ikke funnet grunn til å foreslå endringer i gjeldende rett på dette punkt. Det vises til at ved misbruk av innsideinformasjon ved tegning, vil bl.a. vphl. § 5 annet ledd om forbud mot urimelige for-

retningsmetoder, som foreslås videreført, avtalel. § 33 og straffel. § 270, kunne komme til anvendelse.

I dag vil som nevnt kjøp og salg av tegningsretter ikke kunne foretas. Aksjonærer med innsideinformasjon som ikke har kapital til å benytte tildelte tegningsretter vil på bakgrunn av «misbruksreservasjonen» likevel kunne selge disse på «positiv» informasjon. Ved «negativ» informasjon vil vedkommende ikke ønske å tegne, men vil altså heller ikke kunne selge tegningsrettene. I disse tilfellene vil vedkommende kunne gå glipp av en gevinst. Utvalget foreslår ingen endring på dette punkt.

4.4.2.4 Hvilke personer omfattes av forbudet

Forbudet i § 6 omfatter enhver som foretar en transaksjon på bakgrunn av innsideinformasjon, i motsetning til innsidehandeldirektivet som har et noe snevrere anvendelsesområde ved at det der kreves at bare en nærmere angitt personkrets omfattes, se *"EØS-rett"* i punkt 4.3.1. Utvalget går inn for at et slikt generelt forbud skal videreføres.

Forbudet mot innsidehandel får anvendelse på den person som *foretar* kjøp eller salg av verdipapirer for egen regning. Dette gjelder uavhengig av om handelen foretas i eget eller fremmed navn. I utgangspunktet rammes også handel i eget navn, men for fremmed regning, med unntak av de tilfeller der megler kun passivt utfører ordre på konkret initiativ fra kunden, se *"Anvendelsesområde"* i punkt 4.2.2.1. Utvalget viser til at denne forståelsen også er lagt til grunn i fortalen til innsidehandeldirektivet, der det fremgår at det i seg selv ikke kan betraktes som innsidehandel at fondsmeglere med innsideinformasjon utfører oppdrag. Situasjonen kan imidlertid medføre problemer i forhold til rådgivningsforbudet, og forbudet mot tilskyndelse til kjøp og salg som er drøftet under.

I fortalen til direktivet er det i tillegg lagt til grunn at det ikke er å betrakte som innsidehandel at market makere med innsideinformasjon utøver sin normale virksomhet med kjøp og salg av verdipapirer. Tilsvarende antakelse fremgår ikke av forarbeidene til § 6. Utvalget legger til grunn at market maker på samme måte som fondsmegler må kunne kjøpe og selge verdipapirer på initiativ fra kunden. Dersom market maker i disse tilfellene måtte trekke seg som market maker i det aktuelle papiret ville det kunne oppfattes som en indikasjon på at det foreligger innsideinformasjon. Som nevnt under *"Danmark"* i punkt 4.3.4 følger det av dansk rett at forbudet ikke er til hinder for handel som skjer som et normalt ledd i meglers market maker funksjon. Også i den engelske lovgivning følger det at market maker kan utøve sin virksomhet uavhengig av forbudet dersom «.... he shows that he acted in good faith».

Market maker vil imidlertid kunne utnytte innsideinformasjon i sin prissetting, f.eks. ved å sette priser som vil øke eller minske market makers beholdning i det aktuelle papiret i gunstig retning. Innenfor et organisert og velfungerende market maker system er imidlertid mulighetene for misbruk av innsideinformasjon mindre enn det som er tilfellet i mer tilfeldig organiserte system. I organiserte systemer vil market maker ha en plikt til hele tiden å stille tovveis kurser og ofte er det gitt en maksimal grense for forskjellen mellom kjøps- og salgskurs («spread»). Det er derfor utvalgets syn at kun i et fungerende marked med et organisert market making system, bør slik virksomhet være unntatt fra forbudet. Med dette forstås et system som er forpliktende og hvor det opptrer flere market makere i samme papir. At systemet er forpliktende innebærer en reell kontraktsrettslig forpliktelse til løpende, toveis kursstillelse og ofte med krav om maksimal grense for forskjellen mellom kjøps- og salgskurs. Videre må forpliktelsen gjelde overfor en tredjemann, f.eks. Norges Bank, børsen eller utsteder. I det norske markedet i dag eksisterer det ikke

et slikt system når det gjelder market making i aksjer. Utvalget viser til at verdipapirforetak som driver ulike typer virksomhet, herunder market making, skal ha interne retningslinjer for å hindre informasjonsflyt mellom de ulike virksomhetsområder. Market maker skal derfor normalt ikke ha tilgang til innsideinformasjon.

Handel i fremmed navn og for fremmed regning rammes av forbudet, f.eks. der en ansatt utfører verdipapirhandel for foretaket. Utvalget foreslår å videreføre gjeldende rett forsåvidt gjelder handel i eget navn og for fremmed regning, samt handel i fremmed navn og for fremmed regning. Det vises til Kredittilsynets rundskriv 20/93 og lovens forarbeider, se *"Anvendelsesområde"* i punkt 4.2.2.1. Når det gjelder verdipapirforetaks meglervirksomhet, der handelen skjer på en kundes vegne og som normalt ledd i effektueringen av kundens ordre, vises det til at slik virksomhet i utgangspunktet ikke vil anses rettsstridig. Et slikt unntak fra forbudet vil i prinsippet også kunne gjelde for andre «fullmektiger» med en «plikt» til å gjennomføre et oppdrag. Tilsvarende bør etter utvalgets syn også gjelde virksomhet som skjer som et normalt ledd i foretakets market maker virksomhet, dersom det er etablert et slikt organisert market making system som nevnt over.

I Innsidehandeldirektivets art. 2 nr. 2 fremgår det at ved handel på vegne av juridiske personer som er å anse som innsider etter art. 2 nr. 1 skal forbudet gjelde fysiske personer som er *med på å treffe avgjørelsen* om å foreta en transaksjon på vegne av en juridisk person. Det er utvalgets syn at dersom vedkommende etter en konkret vurdering må antas å ha vært med på å treffe eller øvet innflytelse på transaksjonsbeslutningen vil vedkommende være omfattet av forbudet mot kjøp/salg eller uansett, tilskyndelse til innsidehandel, se under.

I tilfeller der en annen ansatt i foretaket f.eks. er styremedlem i et utstederforetak, følger det som nevnt under *"Anvendelsesområde"* i punkt 4.2.2.1 av forarbeidene at det i disse tilfellene er viktig at foretakene har tilfredsstillende rutiner som sikrer at de som fatter investeringsbeslutningene ikke får tilgang til de fortrolige opplysningene. Utvalget antar forøvrig at selskapene selv normalt vil legge opp sin investeringsvirksomhet slik at de ikke blir utsatt for negativ omtale. Som nevnt under samme punkt har Kredittilsynet i sitt rundskriv 20/93 lagt til grunn at en ansatt som har fortrolig informasjon og øver innflytelse over hvilke handler som foretas på vegne av foretaket, i særskilte tilfelle kan rammes av et medvirkningsansvar , jf. § 62 tredje ledd, og at dette kan tenkes selv om den som utfører handelen ikke har kjennskap til den fortrolige informasjonen.

Det er utvalgets syn at i tilfeller der en ansatt representerer et foretak i styret til et utstederforetak og således får innsideinformasjon, er det avgjørende at vedkommende ikke øver innflytelse på eller faktisk påvirker de handler som foretas av foretaket hvor vedkommende er ansatt. Dette ville også kunne medføre brudd på rådgivningsforbudet i § 6 a. Utvalget stiller imidlertid spørsmål ved om medvirkningsansvaret vil omfatte de tilfelle der kjøper/selger f.eks. ikke har kjennskap til den fortrolige informasjonen. Utvalget antar at medvirkningsansvaret forutsetter at den handling det medvirkes til er en overtredelse av straffebudet. Tilfellet vil imidlertid kunne rammes som forsøk på medvirkning. Utvalget har vurdert en endring i tråd med dansk rett. I den danske fondsbørsl. § 39a første ledd følger det at «køb, salg og tilskyndelse til køb eller salg må ikke foretages av nogen ...». Her rammes altså medvirkning direkte, og forbudet mot rådgivning som jo er en medvirkningshandling omfatter således enhver som har innsideinformasjon, i motsetning til vphl. § 6 a som forøvrig også omfatter en mindre personkrets enn det som følger av direktivets art. 3 b, se *"Taushetsplikt og rådgivningsforbud"* i punkt 4.4.5.

Utvalget foreslår en endring i tråd med dansk rett slik at tilskyndelse til kjøp og salg også omfattes. Medvirkning til en tredjemanns innsidehandel likestilles dermed med egen innsidehandel. I tillegg foreligger det en selvstendig straffbar hand-

ling, dersom vedkommende med innsideinformasjon oppfordrer en tredjemann til å handle, uten at tredjemann selv har, eller får, kjennskap til innsideinformasjonen. Både forsettelig og uaktsom medvirkning rammes, men tilsvarende som for egen innsidehandel må det antas at faktisk kunnskap om den relevante informasjonen er en betingelse for uaktsom overtredelse, se *"Undersøkelses- og klareringsplikt"* i punkt 4.4.3.

Utvalget vil likevel opprettholde rådgivningsforbudet i § 6a tredje ledd for å fange opp innsidebaserte råd om ikke å kjøpe eller selge verdipapirer, se *"Taushetsplikt og rådgivningsforbud"* i punkt 4.4.5.

Det har vært reist spørsmål om vedkommende styremedlem i et utstederforetak har en særskilt plikt til å forhindre at foretaket hvor han er ansatt handler verdipapirer i perioder hvor det foreligger fortrolig informasjon. Utvalget legger til grunn at det ikke foreligger en slik aktivitetsplikt, etter § 6 første ledd første punktum. Det vises imidlertid til at foretaket ved å etablere betryggende informasjonssperrer (Chinese walls) vil kunne redusere mistanke om innsidehandel. Enkelte foretak velger også å avstå fra å handle det aktuelle verdipapir i perioder hvor det foreligger fortrolig informasjon hos en eller flere i foretakets ledelse. En plikt til å motvirke transaksjonsbeslutningen vil også kunne reise problemer i forhold til taushetsplikten.

Forbudet gjelder som nevnt under *"Kravet om «misbruk»"* i punkt 4.2.2.3 ikke sentralbankens kjøp eller salg av rentebærende verdipapirer. Utvalget viser til innsidehandeldirektivet art. 2 nr. 4 hvor det fremgår at direktivet ikke gjelder transaksjoner som foretas av en suveren stat, dens sentralbank, eller en annen instans utpekt av staten i denne forbindelse, eller enhver person som handler på deres vegne, som følge av penge-, valuta-, og gjeldsforvaltningspolitikk. Utvalget foreslår at dette unntaket tas inn i loven. Ansatte i offentlige myndigheter er omfattet av § 6 når det gjelder deres egenhandel. Utvalget viser forøvrig til at både Kredittilsynet, Norges Bank og Oslo Børs har interne regler for i hvilken grad de ansatte kan handle verdipapirer og nærmere retningslinjer for den handel som evt. er tillatt. Kredittilsynets og Oslo Børs retningslinjer supplerer henholdsvis tilsynsl. § 7 og børsl. § 5-5.

Når det gjelder statens investeringer gjelder i utgangspunktet de vanlige kjøreregler for aksjonærer også for staten som aksjonær. Staten vil gjennom sine eierinteresser også forestå kjøp og salg av aksjer. Dette gjelder statsaksjeseselskap som kan være både hel- eller deleide av staten. Videre forestår f.eks. både Statens bankinvesteringsfond, Folketrygdfondet og Statens nærings- og distriktsutviklingsfond kjøp og salg av verdipapirer. I disse fondene er investeringsvirksomheten reellt delegert til fondenes styre/ledelse, som må antas å ikke ha spesiell tilgang til innsideinformasjon. Det må antas at staten som juridisk person er underlagt samme bestemmelser som andre juridiske personer. De personer som forestår handel på vegne av staten vil dermed være omfattet av bl.a. forbudet mot innsidehandel. Det har imidlertid ikke vært fremme saker på dette området.

Når det gjelder forholdet til foretaksstraff, jf. strl. § 48 a legger utvalget til grunn at foretaket kan straffes for innsidehandel for transaksjoner foretatt på vegne av foretaket. Foretaksstraff har imidlertid en liten selvstendig plass ved innsidehandel. Selv om foretaksstraff kan inntre ved anonyme og kumulative feil er dette lite praktisk ved innsidehandel som forutsetter at en person innehar og misbruker innsideinformasjon. Det vil si at strl. § 48a, jf. vphl. § 6, ikke kan ramme et foretak hvor en person handlet mens en annen hadde den fortrolige informasjonen. Dette innebærer at foretaksstraff i innsidesaker kun vil ha aksessorisk karakter.

4.4.2.5 Handel på grunnlag av fortrolig informasjon som ikke er rettsstridig

Enhver straffebestemmelse må som kjent leses med en alminnelig rettstridsreservasjon. Overskriften til § 6 «Misbruk av presise og fortrolige opplysninger» presiserer at det eksisterer en slik rettsstridsreservasjon. Misbruksreservasjonen innebærer at ordlyden i § 6 første ledd første punktum skal tolkes innskrenkende. Tilfeller som faller inn under ordlyden vil ikke rammes dersom det ikke foreligger misbruk av innsideinformasjon.

Utvalget viser til *"Kravet om «misbruk»"* i punkt 4.2.2.3 over når det gjelder eksempler på innsidehandel som ikke er å anse som misbruk. I tillegg viser utvalget til at også de tilfeller der det foreligger en lovbestemt plikt for handelen, f.eks. plikt til salg iht. konsesjonslovgivningen, plikt til realisasjon av pant og sikkerheter, ikke vil fremstå som misbruk. Panthaver vil imidlertid normalt ikke ha en slik plikt, men kan ved mislighold velge når pantet skal realiseres. I slike tilfelle er det utvalgets syn at realisering må likestilles med salg, slik at beslutningen om realisering foretatt av noen med innsideinformasjon omfattes av forbudet. For finansinstitusjoner, som har betydelige panterettigheter, vil derfor organisering og interne rutiner for å hindre informasjonsflyt mellom de ulike virksomhetsområdene (informasjonssperrer/ Chinese walls), kunne løse slike problemer.

Utvalget har vurdert hvorvidt det er behov for en overskrift som presiserer rettsstridsreservasjonen slik loven nå har. Utvalget har også vurdert om det alternativt bør inntas en rettstridsreservasjon i lovteksten. I det svenske og danske forbudet er det ikke inntatt en rettsstridsreservasjon i ordlyden. § 7 i den svenske loven inneholder imidlertid en oppregning av de tilfeller forbudet ikke får anvendelse på, se *"Sverige"* i punkt 4.3.3. Utvalget vil ikke foreslå endring på dette punkt, og har lagt vekt på at overskriften slik den er i dag virker opplysende og har betydning som rettskildefaktor.

4.4.3 Undersøkelses- og klareringsplikt

For å kunne straffes etter § 6 første ledd første punktum må følgende vilkår være oppfylt; det må være foretatt et kjøp eller salg, det må foreligge presise og fortrolige opplysninger og disse må være egnet til å påvirke kursen på verdipapirene vesentlig. Videre må den person som har handlet ha kjennskap til de kursrelevante opplysningene. I henhold til straffebestemmelsen i vphl. § 62 rammes idag både den forsettelige og uaktsomme overtredelse av § 6 første punktum. Det må likevel antas at faktisk kunnskap om den relevante informasjon er en betingelse også for uaktsom overtredelse. Om vedkommende faktisk har fortrolige opplysninger er et subjektivt kriterium. Dersom vedkommende kunne vært straffet for uaktsomhet hvis han «burde hatt» opplysningene, men faktisk ikke har slike opplysninger, medfører dette at gjerningsinnholdet i bestemmelsen endres.

Spørsmålet om vedkommende person faktisk hadde kjennskap til den informasjon som forelå vil alltid være vanskelig å bevise. Den effektivisering av forbudet som tilsiktes når uaktsom overtredelse er gjort straffbar, har ikke funnet sted på dette punkt når det fortsatt er en betingelse at vedkommende faktisk har kjent til opplysningene. For å lette håndhevingen av forbudet ønsket Finansdepartementet ved lovendringen i 1991 å lette bevistemaet på dette punkt ved å foreslå et endret beviskrav, dersom tiltalte har en særskilt stilling i utstederforetaket. I Ot.prp. nr. 72 (1990-91) s. 35-36 uttales følgende:

> «Begrunnelsen er at personer i ledelsen i et foretak vanligvis vil være kjent med det som foreligger av fortrolige opplysninger i foretaket. Dersom de kjøper eller selger aksjer når det foreligger kursrelevant informasjon, bør de selv måtte sannsynliggjøre at de ikke hadde informasjon. I uttrykket «sann-

> synliggjøre» ligger det at det bare kreves at vedkommende må gjøre det mer sannsynlig at han ikke hadde opplysningene enn at han hadde dem.»

Det ble lagt vekt på at virkningen av en slik regel ville være at ledende ansatte og tillitsmenn i et foretak må etablere betryggende rutiner der det på forhånd klareres at de ikke handler verdipapirer i perioder der det kan foreligge fortrolig kursrelevant informasjon.

Ved behandlingen av lovforslaget i Finanskomitéen gikk flertallet i mot forslaget om omvendt bevisbyrde, og viste til at en slik regel er i strid med det grunnleggende prinsipp i strafferetten om at det skal være opp til påtalemyndigheten å bevise at tiltalte er skyldig, jf. Innst. O. nr. 5 (1991-92) s. 10. Komiteens flertall fremmet istedet forslag om dagens bestemmelse om undersøkelses- og klareringsplikt. Det ble vist til at en regel om undersøkelsesplikt ville ivareta det formål at ledende ansatte og tillitsmenn må etablere betryggende rutiner for handel med verdipapirer utstedt av eget foretak. Primærinnsideres aktsomhetsnorm skulle konkretiseres gjennom en undersøkelsesplikt ved at det på forhånd skulle foretas en skriftlig klarering av foretakets administrerende direktør. Dersom slik klarering forsettelig ikke er innhentet, og det ikke på annen måte er sannsynlig at vedkommende ikke hadde straffbare innsideopplysninger om foretaket, skal det legges til grunn at vedkommende hadde slike opplysninger. (Innst. O. nr. 5 (1991-92) s. 11).

Utvalget legger til grunn at det er viktig med bestemmelser som effektiviserer forbudet mot innsidehandel og som søker å lette de håndhevingsmessige problemer forbundet med forbudet. Det har imidlertid vist seg å være en rekke ulemper knyttet til bestemmelsen om undersøkelses- og klareringsplikt. Bestemmelsene er noe uklare, særlig når det gjelder forholdet mellom undersøkelsesplikten og klareringsplikten, samt om overtredelse av klareringsplikten i seg selv er omfattet av straffebestemmelsen. Ett spørsmål er om undersøkelsesplikten automatisk er oppfylt dersom klarering er foretatt. Som nevnt ovenfor la Finanskomitéen til grunn at klareringsplikten skulle konkretisere undersøkelsesplikten. I Kredittilsynets rundskriv nr. 20/93 er det lagt til grunn at undersøkelsesplikten er generell og i gitte situasjoner kan tenkes å favne videre enn reglene om klareringsplikt, selv om den normalt vil være oppfylt ved å foreta klarering. Det gis imidlertid ingen nærmere retningslinjer for hvilke tiltak en slik videre undersøkelsesplikt innebærer. I den Høyesterettsdommen som er omtalt under *"Undersøkelses- og klareringsplikt"* i punkt 4.2.3, ble det lagt til grunn at undersøkelsesplikten kan gå lenger enn til kun oppfyllelse av klareringsplikten. Videre la retten til grunn at selv om klareringsplikten på bakgrunn av uttalelsene under komiteebehandlingen må være å anse som en del av aktsomhetsnormen, så foreligger det ikke tilstrekkelig hjemmel for å anse overtredelse av klareringsplikten som straffbar i seg selv.

Det synes videre på det rene at gjeldende bestemmelse er tyngende for styremedlemmer og ledende ansatte, og for administrerende direktør i et større foretak vil ordningen kunne fremstå som både vanskelig og tidkrevende. At en eventuell uriktig klarering er straffesanksjonert, kan medføre at administrerende direktør pga. egen risikoaversjon vil avstå fra å gi klarering. Ordningen vil videre kunne bidra til ytterligere å styrke administrerende direktørs og ledelsens posisjon i forhold til aksjonærenes, jf. omtale av kontrollproblematikken under *"Handleforbudet"* i punkt 4.4.4. Det kan tenkes uheldige utslag av reglene ved at administrerende direktør rent faktisk kan blokkere eierskifter ved å nekte å klarere kjøp eller salg av selskapets aksjer som ønskes gjennomført av aksjonærer som er representert i styret, selv om slik oppførsel vil være rettsstridig og kan lede til erstatningsansvar.

Det kan også reises spørsmål om det er hensiktsmessig at man i praksis får en egen type saker som utgjør brudd på klareringsplikt, løsrevet fra innsidehandelfor-

budet. I tilfeller der det er på det rene at det ikke foreligger innsideinformasjon og derfor ikke et handleforbud etter § 6, kan det fremstå som unødvendig at det offentlige griper inn, f.eks. ved å reise straffesak. Utvalget viser i denne forbindelse til at primærinnsiderne, som ofte har innsideinformasjon, trolig vil være forsiktig med å handle verdipapirer. Det må videre antas at selskapet selv ønsker å beskytte seg mot uheldige transaksjoner som kan medføre fokus mot og negativ omtale av selskapet og dets primærinnsidere ved å innføre egne handleforbud. Denne formen for selvregulering gir grunnlag for å stille spørsmål ved om dagens regelverk er mer omfattende enn nødvendig i forhold til primærinnsidere.

På denne bakgrunn legger utvalget til grunn at det er behov for å endre reglene om undersøkelses- og klareringsplikt. Selv om dagens regler representerer et system aktørene er kjent med, er selve systemet for tyngende. Utvalget har vurdert ulike alternative løsninger. Et alternativ er å oppheve klareringsplikten og kun ha en undersøkelsesplikt, eller omvendt. Det er i det offentliges og markedets interesse å ha bestemmelser som rammer tilfeller av misbruk av innsideinformasjon. Regulering av primærinnsideres handel generelt, utover en informasjonsplikt om handelen, bør etter utvalgets syn overlates selskapet. Når det gjelder den nærmere avgrensning av begrepet primærinnsidere vises det til utvalgets drøftelser i *"Primærinnsidere"* i punkt 4.4.7. Næringslivets Aksjemarkedsutvalg har utarbeidet standardreglement for børsnoterte selskap om medarbeideres egenhandel med verdipapirer utstedt av selskapet samt klarering av slik handel. Verdipapirhandellovutvalget viser imidlertid til at bakgrunnen for bestemmelsene var å erstatte et forslag om omvendt bevisbyrde hvor formålet var å lette bevisproblemer og håndheving. Det må også antas at bestemmelsene har bidratt til økt bevissthet hos foretaket og primærinnsiderne når det gjelder deres egenhandel. Det er etter utvalgets syn derfor behov for en bestemmelse for ledende ansatte og tillitsmenn som fastlegger de særlige krav som må stilles til deres handlemåte.

Utvalget foreslår å erstatte dagens undersøkelses- og klareringsplikt med en bestemmelse hvor det fastslås at primærinnsidere har en *særlig aktsomhetsplikt* når de handler verdipapirer utstedt av selskapet. Med en særlig aktsomhetsplikt mener utvalget at primærinnsiderne aktivt må påse at det ikke foreligger innsideinformasjon, dvs. at de handler under et strengere regime enn andre «innsidere». Denne omlegging tar sikte på å hindre at det handles på et tidspunkt hvor det foreligger fortrolig informasjon om foretaket. Overtredelse av aktsomhetsplikten vil typisk kunne foreligge i de tilfelle vedkommende overtrer de plikter som følger av tilknytningsforholdet, f.eks. plikten til å sette seg inn i saker som skal behandles og plikt til etterlevelse av de rutiner som gjelder for det organ man sitter i. Ved tvil kan det være rimelig å rette en henvendelse til foretaket.

Overtredelse av denne bestemmelsen vil etter forslaget medføre straffansvar etter § 62 både ved forsettelig og uaktsom opptreden, men med en lavere strafferamme enn ved overtredelse av forbudet. Det vil si at tilfeller der det foreligger innsideinformasjon på det tidspunktet vedkommende handler og han ikke var aktsom nok, vil han kunne straffes for overtredelse av aktsomhetsplikten. Med en slik regel unngås det at det reises straffesak i tilfeller hvor det er på det rene at det ikke forelå innsideinformasjon på handletidspunktet.

Når det gjelder primærinnsideres handel i foretakets verdipapirer, bør det være i selskapets interesse at denne foregår tilfredsstillende. Foretakene vil derfor kunne utarbeide interne rutiner for slik handel. For å markere viktigheten av slike rutiner foreslår utvalget også en bestemmelse hvor det fremgår at det ved vurderingen av om aktsomhetsplikten er overholdt, skal legges vekt på om det er foretatt undersøkelse og /eller forestått frivillig klarering, dvs å rette en forespørsel til selskapet. Utvalget vektlegger for det første at foretakene nå har innrettet seg så godt som

mulig til gjeldende regelverk, slik at regler om undersøkelses- og klareringsplikt evt. kan videreføres i interne rutiner, men da tilpasset foretakenes konkrete og praktiske situasjon og behov. For det andre er det også betryggende for vedkommende som handler å ha klarert handelen, og særlig nyttig i en situasjon hvor det kort tid etter handelen offentliggjøres informasjon om foretaket som påvirker kursen. Dersom klarering er foretatt, vil vedkommende stå sterkere i en eventuell sak. Klarering kan altså bidra til å forhindre mistanke om innsidehandel og til å sikre at man unngår kritikk. Som nevnt over har Næringslivets Aksjemarkedsutvalg utarbeidet standardreglement for børsnoterte selskap om medarbeideres egenhandel med verdipapirer utstedt av selskapet samt klarering av slik handel.

Utvalget legger til grunn at aktsomhetsplikten skal gjelde handel for egen regning uansett om den foretas i eget navn eller i fremmed navn, f.eks. gjennom megler. Videre bør også aktsomhetsplikten få anvendelse på handel for fremmed regning. Tilsvarende er lagt til grunn i Kredittilsynets rundskriv 20/93 når det gjelder undersøkelses- og klareringsplikten. Det vises der til at handler foretatt av styremedlem på vegne av foretaket vil omfattes. Tilsvarende gjelder tilfeller der den som handler er ledende ansatt mv. i to foretak, og vedkommende handler i det ene foretakets papirer på vegne av det andre foretaket. Tilsvarende det som gjelder for forbudet mot innsidehandel, foreslår imidlertid utvalget at også tilskyndelse til kjøp og salg skal være omfattet av aktsomhetsplikten.

4.4.4 Handleforbudet

Finansregnskapet er trolig den viktigste kilden for informasjon om foretakenes økonomiske stilling og utvikling. Ledende ansatte og tillitsmenn får ofte tidlig tilgang til regnskapsinformasjon. I henhold til § 6 b har disse personer derfor ikke adgang til å handle i en nærmere angitt periode før offentliggjøring av regnskapstall. Primærinnsideres handel i denne perioden kan føre til at det oppstår mistanker om innsidehandel. Et handleforbud må derfor antas også å ha betydning for tilliten til markedet. I Ot.prp. nr. 72 (1991-92) s. 33 ble det lagt vekt på at for perioder som nevnt kan objektive regler som setter klare grenser være et alternativ til det alminnelige forbudet mot innsidehandel.

Det har imidlertid fremkommet kritikk av bestemmelsen i de tre årene den har vært i kraft. Det er hevdet at handleforbudet vanskeliggjør investorers mulighet til å være aktive eiere og tilsvarende hindrer at ledelsen i et selskap kan eie verdipapirer selskapet har utstedt. Det er også vist til at den informasjonen som fremkommer i regnskaper ofte samsvarer med markedets forventninger og derfor ikke påvirker kursen. I tillegg har enkelte pekt på at primærinnsideres handel også representerer informasjon til markedet som bidrar til prisdannelsen.

I store børsnoterte selskap som ofte kjennetegnes av at eierskapet er spredt på mange og forholdsvis små aksjonærer, vil den daglige styring og forvaltning av verdiene være tillagt en ledelse som er ansatt av et styre valgt av aksjonærene. For eierne er målet at ledelsen tar beslutninger om investeringsprosjekter mv. som maksimerer verdien av egenkapitalen og dermed også bidrar til å maksimere verdien av aksjonærenes samlede formue. I enkelte situasjoner vil det være i ledelsens interesse å fatte beslutninger der det ikke utelukkende tas slike hensyn. Dette påfører aksjonæren et styrings- og kontrollproblem. Ulike former for kontrollmekanismer kan derfor være viktige for å sikre en effektiv ressursforvaltning i selskaper generelt og er særlig relevant i børsnoterte selskaper. Normalt foregår kontrollen gjennom selskapets styrende organer. Begrensinger i omsetningsadgangen, bl.a gjennom perioder med handleforbud for tillitsmenn, kan tenkes å medføre at aksjonærer vegrer seg for å påta seg styreverv fordi de i minst fem måneder i året vil være avskåret fra å

kjøpe og selge aksjer. Bestemmelsen kan dermed bidra til å svekke den kontroll som aktive eiere utøver.

Etter utvalgets syn bør det være en målsetting at de børsnoterte selskapene har aktive eiere. Det bør også være en målsetting at større aksjonærer øver innflytelse i styret heller enn utenfor styret. I den grad store aksjonærer måtte velge å øve innflytelse utenfor styret vil dette være negativt for bedriftsdemokratiet som bygger på ansattes styrerepresentasjon.

Videre er det hevdet at bestemmelsen diskriminerer private investorer. Institusjonelle investorer som er representert i styret til et utstederselskap kan likevel handle dersom de har tilfredsstillende rutiner som sikrer at investeringsbeslutninger og fortrolig informasjon holdes adskilt, se *"Forbudet mot innsidehandel"* i punkt 4.4.2.

Bestemmelsen er av objektiv karakter og har som formål å sette klare grenser. Det har likevel vært reist enkelte tolkningsspørsmål i forbindelse med praktiseringen av bestemmelsen. Blant annet er det noe uklart hva som fyller kravene til et foreløpig årsoppgjør. Børsnoterte selskap fremlegger ofte foreløpige regnskapstall og hverken i lovteksten eller i forarbeidene fremgår det hvilke krav som må oppfylles for at disse skal kunne anses som foreløpig årsoppgjør. Oslo Børs har imidlertid i sitt hefte; Regnskapsspørsmål 1995, antatt at dersom et selskap presenterer foreløpige regnskapstall som tilfredsstiller nærmere angitte krav, vil perioden med handleforbud bestemmes ut fra det tidspunktet selskapet presenterer disse.

De fleste børsnoterte selskaper utarbeider regnskapsinformasjon hver måned for interne formål. Primærinnsidere har derfor ofte løpende tilgang til regnskapsinformasjon. Det gjeldende handleforbudet løser mao. bare delvis problemet med primærinnsidernes tilgang til ikke offentlig kjent regnskapsinformasjon.

Som nevnt vil fremleggelse av årsoppgjør eller delårsrappport ikke gi særlig store utslag på kursen på verdipapirene med mindre resultatet avviker fra markedets forventninger. Utvalget viser til at andre forhold vil kunne ha vel så stor betydning for kursen på verdipapirene, som f.eks. inngåelse av store kontrakter, fusjoner, oppkjøpstilbud mv. Dette er omstendigheter som selskapene på lik linje med regnskapsinformasjon må offentliggjøre i tråd med børsregelverket og som også vil kunne være omfattet av forbudet mot innsidehandel i § 6 første ledd første punktum. Videre antar utvalget at primærinnsidere som ønsker å foreta ulovlig innsidehandel neppe vil gjøre dette i eget navn. Handleforbudet i § 6b vil derfor heller ikke kunne erstatte en effektiv håndhevelse av forbudet mot innsidehandel.

Utvalget foreslår etter en samlet vurdering at § 6 b oppheves. Utvalget har vurdert om det istedet vil være hensiktsmessig å utvide foretakenes opplysningsplikt slik at dersom resultatet avviker mye fra tidligere resultat og fra det markedet forventer bør selskapet opplyse om det, (jf. «profit warnings» i USA). Det følger imidlertid av børsforskriften § 5-2 at selskapet uoppfordret og umiddelbart skal gi børsen opplysninger, herunder om endringer i forhold som tidligere er meddelt børsen, som må antas å være av ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer. Utvalget antar at forhold som medfører at resultatet avviker mye fra tidligere eller forventet resultat er opplysninger som faller inn under denne bestemmelsen. Rent faktisk vil dette også innebære at den løpende regnskapsrapportering vil inneholde mindre dramatisk informasjon.

Videre har det for utvalget vært en forutsetning for å foreslå og oppheve handleforbudet at primærinnsidere skal opplyse om sin handel med verdipapirer utstedt av selskapet de er tilknyttet. Godt utbygde og effektive meldepliktsregler gjør behovet for handleforbudsperioder mindre. Det vises i denne sammenheng til *"Meldepliktig verdipapirhandel"* i kap. 5 og de endringer i meldepliktsregler som der foreslås, bl.a. at den meldepliktige selv skal melde handelen til børsen umiddelbart.

4.4.5 Taushetsplikt og rådgivningsforbud

Som nevnt under *"Taushetsplikt, forbud mot rådgivning"* i punkt 4.2.4 har taushetspliktbestemmelsen i § 6 a første og annet ledd til formål å hindre at noen aktører i verdipapirmarkedet mottar innsideinformasjon før andre. Bestemmelsen er et indirekte virkemiddel for å hindre innsidehandel og er således av forebyggende karakter.

Bestemmelsen omfatter primærinnsidere, se *"Primærinnsidere"* i punkt 4.4.7 under, men også andre som på grunn av sin eierandel, oppdrag eller arbeid for utsteder har kjennskap til innsideinformasjon. Personer som omfattes av taushetsplikten i § 6 a første og annet ledd er også underlagt rådgivningsforbudet etter bestemmelsens tredje ledd.

Rådgivningsforbudet har nær sammenheng med taushetsplikten. Taushetsplikten tar sikte på å hindre at innsideinformasjon spres med den risiko at informasjonsmottageren utnytter informasjonen. Uten å bryte taushetsplikten vil man ved å gi råd om å kjøpe eller selge en aksje kunne få den samme virkning som taushetsplikten tar sikte på å hindre.

Det følger av Rdir. 89/592 om innsidehandel art. 3 at medlemslandene plikter å ha bestemmelser om taushetsplikt og forbud mot rådgivning. Art. 3 omfatter bl.a. personer som har adgang til innsideinformasjon i forbindelse med sitt arbeid, yrke eller verv, jf. art. 2 nr. 1 tredje strekpunkt. Utgangspunktet er således at alle ansatte i utstederforetaket er omfattet. Det stilles ikke krav om at den ansatte skal ha en spesiell stilling eller på annen måte være sentralt plassert i selskapet. Utvalget antar at det heller ikke er krav om at den ansatte normalt har tilgang til innsideinformasjon. En ansatt vil være omfattet dersom vedkommende faktisk får innsideinformasjon. Det er noe uklart om § 6 a annet ledd gjennom ordlyden «arbeid.... for utsteder...» har ment å fange opp ansatte, eller kun tar sikte på eksterne personer med arbeid eller oppdrag for utsteder. Som nevnt under *"Taushetsplikt, forbud mot rådgivning"* i pkt. 4.2.4 er det i forarbeidene som eksempler på relevant «arbeid og oppdrag», kun vist til tjenester som advokater, konsulenter eller finansielle rådgivere utfører. For å gjøre det klart at ansatte i utstederforetakene er omfattet foreslår utvalget at taushetsplikten skal gjelde alle ansatte og ikke bare «ledende» ansatte som etter gjeldende bestemmelse.

Videre vil bl.a. fondsmeglere, andre rådgivere og en rekke offentlige tjenestemenn være omfattet av direktivets art. 2 nr. 1 tredje strekpunkt. Det stilles ikke krav om noen tilknytning til utsteder tilsvarende § 6 a annet ledd som omfatter personer med arbeid eller oppdrag for utsteder. F.eks. vil en megler, som ikke har arbeid eller oppdrag for utsteder, men som får kjennskap til et forestående oppkjøp eller overtagelsesetilbud i forbindelse med sitt arbeid eller yrke som megler, omfattes av art. 3, men ikke av vphl. § 6 a. Utvalget foreslår å endre taushetspliktsbestemmelsen i tråd med direktivets art. 3, jf. art. 2 nr. 1, slik at det ikke stilles krav om tilknytning til utsteder. Taushetsplikten for styremedlemmer mv. i utstederforetakene omfatter «presise og fortrolige opplysninger...om verdipapirene eller utstederen av disse som er egnet til å påvirke kursen på verdipapirene vesentlig». Taushetsplikten for den som pga. sin eierandel i utstederforetaket e.l. omfatter «presise og fortrolige opplysninger om verdipapirene eller utstederen av disse». Her er det altså ikke tatt inn en uttrykkelig bestemmelse om at opplysningene må være egnet til å påvirke kursen på verdipapirene vesentlig. Utvalget legger til grunn at taushetsplikten i både første og annet ledd skal omfatte samme type informasjon som handleforbudet i § 6 første ledd første punktum omfatter etter gjeldende regler. Taushetsplikten vil etter dette omfatte presise og fortrolige opplysninger om verdipapirene, utstederen av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen på verdipapirene vesentlig.

Utvalget har foreslått å utvide det generelle forbudet mot innsidehandel til også å omfatte tilskyndelse til kjøp og salg, se *"Transaksjoner som omfattes av forbudet"* i punkt 4.4.2.3. Tilskyndelse vil typisk omfatte rådgivning. Ettersom det bare er tilskyndelse til kjøp og salg som omfattes av innsideregelen, vil et selvstendig forbud mot rådgivning i tillegg ha betydning der det gis råd om å avstå fra en handel. Forbudet mot tilskyndelse og rådgivningsforbudet vil særlig kunne få betydning for verdipapirforetak som opptrer både som tilretteleggere og rådgivere for utstederforetak og driver investeringsrådgivning. Som nevnt under *"Hvilke personer omfattes av forbudet"* i punkt 4.4.2.4 kan en megler med innsideinformasjon kun drive passiv megling. Enkelte problemer kan i denne sammenheng oppstå. Dersom en megler ikke gir råd, så kan dette indikere for kunden at det foreligger innsideinformasjon. Denne problematikken understreker hvor viktig det er at verdipapirforetakene har interne rutiner som sikrer at informasjonen ikke flyter fra den del av foretaket som driver rådgivning/tilrettelegging til den delen som driver megling og investeringsrådgivning.

4.4.5.1 Nærmere om taushetsplikt

I tillegg til de endringer i § 6 a som utvalget foreslår, vil utvalget også knytte enkelte kommentarer til taushetspliktbestemmelsens rekkevidde og særlig tolkningen av uttrykket «uvedkommende».

Etter børsl. § 4-7 plikter de børsnoterte foretakene å gi børsen opplysninger av betydning for en riktig vurdering av verdipapirene. Inneholder opplysningene forretningshemmeligheter eller når særlige hensyn tilsier det, kan foretaket gi opplysninger bare til børsstyrets leder, børsdirektøren eller børsdirektørens stedfortreder, og kan pålegge disse taushetsplikt slik at opplysningene ikke kan offentliggjøres, jf. børsforskriften § 23-2 tredje ledd. Det følger videre av denne bestemmelsen at børsen kan ut fra en helhetlig vurdering hvor det tas hensyn til opplysningens kurspåvirkende karakter, markedets behov for opplysningene og foretakets behov for taushetsplikt beslutte at opplysningene skal offentliggjøres på tross av pålegget om taushetsplikt. Taushetsplikten gjelder all kursrelevant informasjon. Ikke all kursrelevant informasjon må offentliggjøres iht. børsregelverket, som f.eks. strategiske beslutninger og budsjetter. Taushetsplikten har således betydning i tiden fra kursrelevant informasjon foreligger og frem til opplysningene er offentliggjort, men også for slik kursrelevant informasjon som ikke er underlagt selskapenes opplysningsplikt.

Taushetsplikten gjelder overfor uvedkommende. Det følger av innsidehandeldirektivet art. 3 nr. 1 at taushetsplikten ikke gjelder når informasjonen gis i sammenheng med de oppgaver som normalt faller inn under vedkommendes arbeid, yrke eller verv. Dette unntaket kan være retningsgivende for tolkningen av begrepet uvedkommende og vil særlig ha betydning for utstedere av verdipapirer, rådgivere som f.eks. fondsmeglerforetak, revisorer og advokater samt for visse aksjonærer. I Ot.prp. nr. 72 (1990-91) s. 32 vises det til Finansdepartementets høringsnotat hvor det ble uttalt at det måtte være adgang til vanlig saksbehandling i foretaket samt å gi opplysninger til utenforstående i den grad det er nødvendig for foretaket. Bestemmelsen skal således ikke hindre ordinær forretningsmessig drift. For eksempel vil foretaket i en fusjonsprosess måtte kunne gi informasjon til alle som deltar i prosessen, herunder eksterne rådgivere mv.

I henhold til børsforskriften § 5-1 annet ledd skal et selskap som har behov for å gi en potensiell fusjonspartner, erverver eller avhender av verdipapirer i selskapet opplysninger om eller vurderinger av selskapet eller dets virksomhet som ikke er offentlig kjent, melde disse til børsen sammen med opplysning om mottageren av informasjonen. Bestemmelsen legger til rette for at foretaket kan konferere med

større eiere om fusjonsplaner, oppkjøp mv. I denne situasjonen vil imidlertid de som mottar informasjonen ikke kunne handle.

Mer generelt legger utvalget til grunn at gjennom en forsvarlig prosedyre kan mottager av innsideinformasjonen gjøres til «rette vedkommende». Slike prosedyrer må bidra til å hindre spredning av innsideinformasjon og hindre at mottager selv misbruker den. Særlig viktig i denne sammenheng er prosedyrer for hvem som skal motta informasjonen og for innhentelse av taushetserklæring hvor taushetsplikt ikke følger av vphl. I de fleste praktiske tilfelle må det imidlertid antas at det vil foreligge taushetsplikt etter den foreslåtte bestemmelse om taushetsplikt for personer med innsideinformasjon som følge av eierandel, arbeid og oppdrag. Utvalget vil forøvrig peke på at utstederforetaket må ha anledning til å gi opplysninger der dette er nødvendig innenfor en fornuftig forretningsmessig sfære.

I utgangspunktet er ethvert styremedlem pålagt taushetsplikt. Det har vært reist spørsmål om et styremedlem som representerer et foretak i styret til utstederforetaket har taushetsplikt overfor foretaket han representerer. Det vises til at styreverv er et personlig verv. I enkelte tilfelle vil det imidlertid være slik at en ansatt kan representere sin arbeidsgiver som er aksjeeier. I slike tilfelle vil det være i arbeidsgivers/aksjonærens interesse å konferere med, og å gi retningslinjer til «sine styremedlemmer» om hvordan de bør stemme i ulike styresaker. Dette vil være nødvendig for å sikre aktiv eierkontroll. Det å gi informasjon til sin arbeidsgiver bør derfor normalt ikke anses for brudd på § 6 a. Det vises til at i slike tilfelle vil også arbeidsgiver bli underlagt taushetsplikt. Videre vil arbeidgiver også være underlagt det generelle handleforbudet. Det vises imidlertid til drøftelsen under *"Hvilke personer omfattes av forbudet"* i punkt 4.4.2.4 om behovet for tilfredsstillende rutiner (informasjonssperrer) for å sikre at de som fatter investeringsbeslutningene ikke får tilgang til de fortrolige opplysningene.

Utvalget legger videre til grunn at taushetsplikten ikke er til hinder for at foretaket oppfyller sin opplysningsplikt i henhold til aksjeloven, jf. f.eks. aksjel. § 9-12 som gjelder i visse tilfelle overfor aksjonærer på generalforsamlingen og § 8-8 som gjelder overfor morselskap. Forutsetningen for å gi aksjonærene opplysninger er imidlertid normalt at børsen og øvrige aksjonærer underrettes samtidig, jf. børsforskriften § 5-3.

Det kan stilles spørsmål rent generelt i hvilken utstrekning ansatte må anses som rette vedkommende. Ansettelsesforhold i seg selv er generelt ikke nok til å gjøre ansatte til rette vedkommende i forhold til den foreslåtte bestemmelse om taushetsplikt. Dette må avgjøres i henhold til om vedkommende har et naturlig og saklig behov for opplysningene på bakgrunn av sin stilling. De ansattes tillitsvalgte vil kunne ha et slikt behov i egenskap av sitt verv. På den annen side vil de ansattes representanter i styret i utgangspunktet omfattes av de samme plikter som andre styremedlemmer. Utvalget viser imidlertid til at dette kan variere på bakgrunn av avtaler i arbeidslivet. Det bør etter utvalgets syn bero på innholdet i det kollektive avtaleverk om det skal anses rettsstridig å gi opplysninger. I de tilfelle foretaket etter lov eller kollektive avtaler mellom partene i næringslivet, plikter å informere om forhold av betydning for de ansatte, vil foretaket kunne gjøre dette uten hinder av taushetspliktbestemmelsen i § 6 a. I øvrige tilfelle antar utvalget at kursrelevante opplysninger kan stilles til rådighet for de ansatte, hvis man følger forsvarlige prosedyrer med hensyn til taushetsplikt og handleforbud som nevnt over.

Taushetspliktbestemmelsen kan ikke være til hinder for at foretakene gir den nødvendige informasjon til sine kreditorer. Det er naturlig i en rekke situasjoner å betrakte kreditorene som rette vedkommende for mottak av taushetsbelagt informasjon. Foretaket selv må avgjøre i det konkrete tilfelle om kreditorene bør gis slik informasjon.

4.4.6 Krav til rapportering av informasjonsmottagere

En rekke av bestemmelsene relatert til innsidehandel er knyttet til primærinnsidere. For å lette håndheving av forbudet mot innsidehandel bør det etter utvalgets syn stilles krav til notoritet rundt hvem som har fått informasjon i det enkelte tilfelle. Dette vil trolig også kunne ha en preventiv effekt ved å bidra til at sekundærinnsidere opptrer forsiktig.

For Kredittilsynet er det ofte viktig i ettertid å kunne se hvem som fikk informasjonen. I forbindelse med f.eks. et oppkjøp vil en rekke rådgivere inneha innsideinformasjon. Dersom Kredittilsynet mistenker noen for å ha handlet før tilbudet ble offentliggjort, er det til stor hjelp å ha oversikt over de som har fått innsideinformasjon. En slik oversikt kan sammenholdes med faktiske transaksjonslister. Idag kan Kredittilsynet med hjemmel i vphl. § 35 tredje ledd kreve de opplysninger fra utstederforetak som anses nødvendig for å avgjøre om det har skjedd overtredelse av bestemmelser gitt i loven eller i medhold av loven. I den enkelte sak kan altså Kredittilsynet kreve å få oversendt slike oversikter som nevnt, se forøvrig utvalgets drøftelse i *"Utstedereforetaks opplysningsplikt"* i punkt 12.2.2.3.2. Det vil kunne lette Kredittilsynets arbeid dersom foretakene rapporterer slik informasjon fortløpende. På den annen side kan krav om slik rapportering medføre unødig mye rapportering og arkivering.

Det følger av § 5-1 annet ledd i børsforskriften at et selskap som har behov for å gi en potensiell fusjonspartner, erverver eller avhender av verdipapirer i selskapet opplysninger om eller vurderinger av selskapet eller dets virksomhet som ikke er offentlig kjent, skal melde disse til børsen sammen med opplysning om mottageren av informasjonen. Begrunnelsen for bestemmelsen er at børsen har behov for kjennskap til hvem informasjonen er gitt til, og påse at foretaket har kontroll over den informasjon som gis ut. Er informasjonsspredningen stor vil kanskje børsen etter en helhetsvurdering finne grunn til å pålegge offentliggjøring i tråd med børsforskriften § 23-2 tredje ledd. Det antas at det på bakgrunn av den rapportering som foretas til børsen, foreligger gode rutiner i selskapene for utarbeidelse av oversikter over mottakere av innsideinformasjon. Børsforskriften § 5-1 annet ledd er imidlertid begrenset til potensielle fusjonspartnere samt erverver eller avhender av selskapets verdipapirer. Det er for Kredittilsynet også behov for oversikt over andre eksterne personer med innsideinformasjon, herunder rådgivere, tilretteleggere mv.

Det er utvalgets syn at krav om en slik rapportering kan bidra til økt bevissthet i utstederforetakene i forhold til hvem som får tilgang til innsideinformasjon. Videre antar utvalget at slik rapportering vil ha en preventiv effekt, fordi eksterne personer med innsideinformasjon da kan antas å opptre ekstra varsomt.

Utvalget foreslår derfor en ny bestemmelse i vphl. med krav om at de børsnoterte fortakene skal føre lister over eksterne mottagere av opplysninger som omhandlet i § 6 første ledd første punktum. Det foreslås at listene skal oppbevares i 10 år. Det vises til at foreldelsesfristen for innsidehandel er 10 år, jf. straffel § 67. Videre foreslås det at foretakene i de tilfelle de har plikt til å offentliggjøre den aktuelle informasjonen etter børslov- og forskrift, pålegges å oversende disse listene til børsen samtidig med at informasjonen offentliggjøres eller børsen informeres iht. børsl. § 4-7 annet punktum, jf. børsforskriften § 5-1 annet ledd. Lister skal også føres i de tilfelle der det benyttes rådgivere med tanke på f.eks. en fusjon, men hvor forhandlingene ikke fører frem til noen fusjon og plikt til offentliggjøring dermed ikke utløses. Kredittilsynet og børsen kan dermed innhente listene etter behov.

4.4.7 Primærinnsidere

Utvalget foreslår i samsvar med gjeldende regelverk at såkalte primærinnsidere pålegges en særlig aktsomhetsnorm ved handel i selskapets verdipapirer, meldeplikt knyttet til slik handel, taushetsplikt og rådgivningsforbud.

Etter utvalgets syn er det behov for en nærmere presisering og samordning av hvilke personer som er å regne som primærinnsidere etter de ulike regler. Idag omfattes styremedlem, medlem av kontrollkomite, revisor eller ledende ansatt hos utsteder av begrepet. Når det gjelder meldeplikten i dagens vphl. § 8 er det selskapet som plikter å oversende utdrag av den protokoll som er omhandlet i aksjel. § 8-6. Etter denne bestemmelsen omfattes også medlemmer av bedriftsforsamlingen og representantskapet, mens medlemmer av kontrollkomiteen ikke er omfattet av ordlyden. Utvalget legger til grunn at personkretsen som skal omfattes av aktsomhetsplikten og meldeplikten, bør være identisk og vil derfor foreta en felles drøftelse her. Utvalget viser imidlertid til drøftelsen under *"Kretsen av meldepliktige"* i punkt 5.4.4 når det gjelder særlige forhold vedrørende personkretsavgrensningen i meldepliktsbestemmelsen. Videre viser utvalget til at avgrensningen har mindre betydning for taushetsplikten og rådgivningsforbudet som omfatter også andre som på grunn av sin eierandel i foretaket eller på grunn av arbeid eller oppdrag får kjennskap til innsideinformasjon.

Det er vanskelig å foreta en uttømmende oppregning av hvilke personer som skal omfattes av bestemmelsene. Avgrensningsproblemer vil uansett alltid kunne oppstå. Dette kan tilsi et behov for en forskriftshjemmel for den nærmere avgrensning. Utvalget legger imidlertid til grunn at forskriftshjemler bør benyttes i minst mulig grad. Det vil gi brukerene en bedre oversikt dersom gjeldende regler fremgår direkte av loven. Forskriftshjemler bør derfor etter utvalgets syn kun benyttes i de tilfeller der det er behov for omfattende detaljerte regler eller hensynet til fleksibilitet tilsier at det bør gis adgang til utfyllende regulering gjennom forskrift. Utvalget foreslår derfor at personkretsen fremgår direkte av loven, men vil foreta en vurdering av de konkrete spørsmål som i praksis har vært reist i forbindelse med avgrensningen.

Det er reist spørsmål om også varamedlemmer og observatører omfattes av de samme regler som styremedlemmer. Varamedlemmer og observatører er i dag omfattet av reglene om meldeplikt, se asl. § 8-6, § 8-1 fjerde ledd. I Næringslivets Aksjemarkedsutvalgs klareringsreglement er også varamedlemmer og observatører omfattet. I den grad disse har tilgang til den samme informasjon som styremedlemmer, taler reelle hensyn for at de bør omfattes. Fordi bestemmelsene er straffesanksjonert er det hensiktsmessig at det fremgår klart av loven at varamedlemmer og observatører omfattes. Utvalget foreslår en slik endring. Som det fremgår i *"Nærmere om gjennomføringen av meldeplikten"* i punkt 5.4.7 om meldeplikt foreslår utvalget at det børsnoterte selskapet skal sende oversikt til børsen over de personer som faller inn under definisjonen av meldepliktige. Det vil i utgangspunktet derfor være opp til selskapet å vurdere om varamedlemmer og observatører på bakgrunn av selskapets organisering og praktiske rutiner må anses å ha tilsvarende tilgang til informasjon som medlemmene av styret. Med «tilsvarende tilgang til informasjon» mener utvalget at tilgangen skal være av samme karakter, men ikke nødvendigvis av samme omfang.

Med ledende ansatt forstås i utgangspunktet en person som har en høy formell stilling i foretaket. Men det viktige må være å sikre at de som normalt får tilgang til fortrolig informasjon omfattes av bestemmelsene. Grensedragningen mellom ledende ansatt og andre ansatte er vanskelig. Flere ansatte som ikke er å betrakte som ledende ansatt i tradisjonell forstand kan likevel ha jevnlig tilgang til innsideinformasjon. F.eks. vil sjefens sekretær kunne ha tilgang til innsideinformasjon i

større grad enn f.eks. personaldirektøren. Utvalget legger til grunn at avgrensningen både bør være reell og formell. Det er naturlig med en formell avgrensning slik at de som har innflytelse på selskapets disposisjoner omfattes. Det er imidlertid ikke behov for at personer med en høy formell stilling, men som likevel normalt ikke har tilgang til fortrolig innsideinformasjon skal omfattes. Utvalget foreslår derfor at ledende ansatte som normalt kan antas å få adgang til slik informasjon skal omfattes av bestemmelsene rettet mot primærinnsidere. Utvalget er klar over at ved en slik avgrensning vil ikke alle som har innsideinformasjon på et gitt tidspunkt fanges opp. De regelsett som utvalget foreslår skal rettes mot primærinnsidere har som formål å sikre en særlig aktsomhet ved kjøp og salg av verdipapirer utstedt av selskapet samt en meldeplikt ved slike transaksjoner. For en hensiktsmessig praktisering av disse tilfeller er det behov for en statisk avgrensning. Utvalget viser til at andre ansatte med tilgang til innsideinformasjon, f.eks. en forsker som utvikler et nytt og viktig patent for selskapet, sjefens sekretær mv., vil være underlagt taushetsplikt og rådgivningsforbud, se *"Taushetsplikt og rådgivningsforbud"* i punkt 4.4.5, samt det generelle forbudet mot innsidehandel. Utvalget foreslår at det gis en hjemmel for Kredittilsynet i tvilstilfelle å avgjøre hvem som skal anses som ledende ansatt.

Utvalget viser til at det i en rekke tilfeller er naturlig at også ledende ansatte i datterselskap omfattes. Dersom f.eks. administrerende direktør i datterselskapet møter i konsernets ledergruppe eller mottar informasjon om konsernet på annen måte eller informasjonen om datterselskapet har vesentlig betydnig for aksjekursen, er det ikke grunn til å unnta disse fra primærinnsidernes plikter.

Tilsvarende bør også gjelde styremedlemmer i datterselskaper. På denne bakgrunn foreslår utvalget at tilknytningskriteriet bør være konsernet, men vil presisere at vilkåret er at disse kan antas å normalt få adgang til innsideinformasjon.

Medlemmer av kontrollkomiteen omfattes idag av innsidebestemmelsen. Når det gjelder meldeplikten er medlemmer av kontrollkomiteen i dag ikke direkte omfattet av asl. § 8-6. Som nevnt under *"Aksjeloven § 8-6"* i punkt 5.2.2 er det i kommentarutgaven til Christiansen og Bjørland, antatt at disse ut fra en reell vurdering bør omfattes. Utvalget finner det hensiktsmessig at medlemmer av kontrollkomiteen også omfattes av meldeplikten. Kontrollkomiteen er et organ opprettet med hjemmel i særlovgivning som skal føre tilsyn med selskapets virksomhet, jf. f.eks. forsikringsvirksomhetsl. § 5-6. I hovedsak vil den informasjon som kontrollkomiteens medlemmer mottar være informasjon om forhold som ligger noe tilbake i tid og derfor vil kunne være mindre kursrelevant informasjon. Hensynet bak meldeplikten gjør seg imidlertid også gjeldende for kontrollkomiteens medlemmer fordi disse også kan få tilgang til fortrolig informasjon, se f.eks. forsikringsvirksomhetsloven § 5-6 annet ledd hvor det fremgår at komiteen til enhver tid kan kreve bl.a. de opplysninger den mener er nødvendige for at den skal kunne utføre sitt verv. Det vises forøvrig til at Næringslivets aksjemarkedsutvalgs innsidereglement definerer medlemmer av kontrollkomite som meldepliktige innsidere.

Selskapets revisor er idag omfattet av undersøkelses- og klareringsbestemmelsen og meldeplikten. Det følger av revisorloven § 5 og forskrift av 19. september 1990 nr. 766 § 2-1 at revisor kun kan ha eierandel eller aksjeinnehav som er uvesentlig, og at slikt innehav ikke anses for å ha betydning for revisors habilitet. I praksis er det lagt til grunn at eierandel og aksjeinnehav på inntil 2 pst. er å anse som ubetydelig. Utvalget viser til at revisor i sitt arbeid for utstederselskap vil ha tilgang til fortrolig informasjon. Utvalget legger derfor til grunn at revisor fortsatt bør være omfattet av bestemmelsene rettet mot primærinnsidere.

4.4.8 Ugyldighet

Tidligere hadde vphl. i § 49 en regel om privatrettslig ugyldighet. Som nevnt under *"Bakgrunn og oversikt"* i punkt 4.2.1 ble denne opphevet ved lovendringen i 1991. Bestemmelsen inneholdt en regel om at dersom det må antas at verdipapirer er kjøpt eller solgt i strid med forbudet i § 6, kunne avtalen ikke gjøres gjeldende. Bestemmelsen var å anse som en spesialbestemmelse i forhold til de alminnelige avtalerettslige ugyldighetsreglene.

Utvalget legger til grunn at når det ikke foreligger noen særlig begrunnelse for spesialregler i verdipapirhandelen bør alminnelige avtalerettslige regler komme til anvendelse. Det følger av vphl. § 48 (som er foreslått videreført i lovutkastet § 6-6 i første delinnstilling) at de alminnelige reglene om avtalers ugyldighet skal gjelde tilsvarende mellom kjøper og selger ved kjøp og salg av verdipapirer gjennom fondsmeglerforetak. Både avtalel. §§ 33 og 36 vil kunne komme til anvendelse selv om det ikke har vært kontakt mellom kjøper og selger. Fordi det går klart frem av loven at de alminnelige ugyldighetsreglene gjelder også der handelen skjer gjennom mellommann, er det utvalgets syn at det ikke er behov for en særskilt ugyldighetsregel ved innsidehandel. Utvalget foreslår ingen endring på dette punkt.

4.4.9 Stedlig virkeområde

Gjeldende forbud mot innsidehandel gjelder verdipapirer som er gjenstand for organisert omsetning. Spørsmålet om innsidehandelreguleringens stedlige virkeområde er ikke direkte behandlet i forarbeidene. I Ot. prp. nr. 72 (1990-91) s. 27 uttaler departementet i forbindelse med begrepet «gjenstand for organisert omsetning» at organisert kursnotering som kontrolleres av myndighetene eller et organ for myndighetene bør regnes som «organisert omsetning», slik at innsidereglene vil gjelde for de verdipapirer som er notert. Som nevnt under *"Anvendelsesområde"* i pkt. 4.2.2.1 har Finansdepartementet lagt til grunn at det ikke er andre regulerte markeder i Norge i dag, enn Oslo Børs.

Det vises til at innen EØS-området er det gitt felles minimumsregler gjennom innsidehandeldirektivet. Det følger av direktivets art. 5 at medlemsstatene som et minimum skal gjøre forbudet mot innsidehandel og rådgivning, samt taushetsplikten, gjeldende for handlinger som finner sted på vedkommende stats territorium, i den utstrekning de aktuelle verdipapirer omsettes på et marked i en medlemsstat. I alle tilfeller skal hver medlemsstat anse at en transaksjon er foretatt på dens territorium dersom den er foretatt på et marked, som definert i artikkel 1 nr. 2 in fine, som er beliggende eller fungerer på dette territorium. Det vil si et regulert marked som er under tilsyn av organer godkjent av de offentlige myndigheter, som fungerer regelmessig, og som direkte eller indirekte er tilgjengelig for offentligheten.

Som nevnt under *"Transaksjoner som omfattes av forbudet"* i punkt 4.4.2.3 foreslår utvalget at forbudet mot innsidehandel gis anvendelse på børsnoterte finansielle instrumenter. Denne endringen har ingen praktisk betydning i dag, idet kun børsnoterte verdipapirer er å anse som gjenstand for organisert omsetning. Videre vises det til den forskriftshjemmel som er foreslått i *"Lovens formål samt stedlig og saklig virkeområde"* i kap. 3, som gir departementet hjemmel til å fastsette at forbudet mot innsidehandel skal gjelde tilsvarende for verdipapirer som omsettes i regulerte marked.

Utvalget legger til grunn at bestemmelsen gis anvendelse på verdipapirer som omsettes på norsk børs. Dette bør gjelde uavhengig av om handelen faktisk foretas i det norske markedet, og også uavhengig av utsteders, investorers eller megleres nasjonalitet. Dersom verdipapirene omsettes også i regulerte marked i utlandet, bør

bestemmelsen komme til anvendelse uavhengig av om handelen effektueres i det norske eller utenlandske markedet.

Verdipapirer som ikke er børsnoterte i Norge, skal etter utvalgets syn ikke reguleres av norske regler. Dersom verdipapirene omsettes i regulert marked i annen EØS-stat, vil hensynet til investorene og markedet anses ivaretatt gjennom regelverket i det land markedet er regulert. Når det gjelder verdipapir omsatt i markeder utenfor EØS-området vises det til at de fleste velutviklede verdipapirmarkeder i dag har forbud mot innsidehandel.

Når det gjelder de tilknyttede regler vises det til at både aktsomhetsplikten, taushetsplikten og rådgivningsforbudet gjelder en nærmere angitt personkrets. Bestemmelsene gjelder i hovedsak personer knyttet til et utstederforetak. Utvalget legger til grunn at disse bestemmelsene gjelder uavhengig av om personen er innlending eller utlending, sålenge vedkommende har den nødvendige tilknytning til et foretak notert på norsk børs.

4.4.10 Sanksjoner og straff

Utvalget har ikke funnet grunn til å foreslå endringer i straffebestemmelsen med unntak av den nødvendige tilpasning som følge av de endringer som er foreslått i bestemmelsen om undersøkelses- og klareringsplikt. Forøvrig vises det til kap.12 angående tilsyn og sanksjoner hvor bl.a. behovet for sivilrettslige sanksjoner drøftes.

KAPITTEL 5

Meldepliktig verdipapirhandel

5.1 INNLEDNING

Etter reglene om meldepliktig verdipapirhandel pålegges bestemte aktører å informere om egen handel i verdipapirer utstedt av selskap som de har en særlig tilknytning til. Reglene ble opprinnelig gitt for å hindre misbruk av innsideinformasjon og for å lette håndhevingen av forbudet mot innsidehandel. Meldeplikten omfatter derfor personer som normalt får fortrolig selskapsinformasjon som ledd i sin stilling, sitt arbeid eller verv, såkalte primærinnsidere.

Utvalget antar at et krav om full åpenhet om primærinnsideres interesser i selskapet kan være egnet til å motvirke innsidehandel, ved at det bidrar til økt bevissthet blant disse aktørene. Når det gjelder selve håndhevingen av forbudet mot innsidehandel antar utvalget at meldepliktsregler har mindre betydning idag. Utvalget viser til at kravet til registrering i Verdipapirsentralen i stor grad ivaretar mulighetene for kontroll med primærinnsideres handel i verdipapirer utstedt av selskapet. Kredittilsynet har direkte tilgang til VPS og kan dermed føre kontroll med hvem som har handlet verdipapirer i de enkelte selskap.

Registering i VPS medfører imidlertid ikke at markedet informeres. Det er utvalgets syn at markedets behov for informasjon, i dag er det viktigste hensyn for å opprettholde meldepliktsregler. Det er av betydning for markedet å få vite når sentrale personer i selskapet handler og meldepliktsregler bidrar til notoritet om hvem som handler. Handel foretatt av disse aktører, som vil være særlig innsiktsfulle og profesjonelle, kan bidra til at forventninger om et selskaps fremtid bringes ut til markedets øvrige aktører. Meldepliktsregler bør etter utvalgets syn derfor utformes med sikte på å ivareta en effektiv rapportering til markedet.

5.2 GJELDENDE RETT

5.2.1 Innledning

Meldepliktsreglene legger altså opp til at verdipapirmarkedet og myndighetene får opplysninger om den handel med selskapets verdipapirer som sentrale personer i selskapet foretar. Plikten til å gi melding gjelder dels overfor selskapet, og dels overfor børsen og Kredittilsynet. De gjeldende meldepliktsregler finnes i aksjel. § 8-6, og i vphl. § 8 med forskrift av 11. oktober 1985 nr. 1896 om meldepliktig verdipapirhandel.

5.2.2 Aksjeloven § 8-6

I henhold til asl. § 8-6 skal «de enkelte medlemmer av styret, bedriftsforsamlingen og representantskapet samt revisor, administrerende direktør og andre ledende ansatte i selskapet» gi melding til selskapets styre om erverv og salg av verdipapirer i selskapet som vedkommende foretar. Meldeplikten omfatter også handel med verdipapirer som er foretatt av vedkommendes ektefelle, samboer, mindreårige barn, eller av selskap hvor vedkommende har slik innflytelse som nevnt i aksjel. § 1-2. Bestemmelsen gjelder for aksjeselskap dersom selskapet, eller konsernselskapene tilsammen, har 20 aksjeeiere eller flere, jf. § 8-6 tredje ledd. I Christiansen og Bjørland: Verdipapirhandelloven, Kommentarutgave, Oslo 1990 s. 148, antas videre at

ut fra en reell vurdering bør kontrollkomitéens medlemmer likestilles med medlemmer av bedriftsforsamlig og representantskap og derfor omfattes. Det følger av aksjel. § 8-1 siste ledd at lovens bestemmelser om styremedlemmer får anvendelse på observatører og varamenn så langt de passer. Avgrensningen av personkretsen «andre ledende ansatte» må foretas utfra en konkret vurdering.

Etter § 8-6 skal det i tillegg til melding om salg og erverv av selskapets aksjer også gis melding om handel med andre verdipapirer utstedt av selskapet. I henhold til § 8-6 annet ledd utvides meldeplikten i konsernforhold til også å gjelde salg og erverv av verdipapirer i selskaper innen samme konsern. Meldeplikten gjelder bare salg og erverv, men også andre ervervsformer enn kjøp vil omfattes av meldeplikten. Bestemmelsen har forøvrig ingen nærmere angivelse av hva meldingen skal inneholde.

Meldingen skal gis til styret omgående. Etter § 8-6 første ledd annet pkt. skal meldingen innføres i en særskilt protokoll. Utover dette gir bestemmelsen ingen anvisning for styrets behandling av opplysningene. Det følger imidlertid av asl. § 11-12 tredje ledd annet pkt. at det i årsberetningen skal opplyses om hvor mange aksjer som eies av administrerende direktør og tillitsmenn. Endringene i disse personers aksjebeholdning vil således fremgå ved å sammenholde årsberetningene over tid.

I forslaget til ny aksjelov foreslås det ingen materielle endringer i bestemmelsen bortsett fra forslaget om et nytt fjerde ledd som gir Kongen hjemmel til å utforme nærmere regler om meldeplikten, se Ot. prp. nr. 36 (1993-94) s. 188. Justisdepartementet la i proposisjonen til grunn at det kan være behov for utfyllende regler om hvilke opplysninger meldingen til selskapet skal inneholde, og at det med hjemmel i bestemmelsen eventuelt kan presiseres hvem som omfattes av meldeplikten. Dette forslaget ble senere sendt tilbake til Justisdepartementet, men utvalget viser likevel til proposisjonen som illustrasjon på departementets vurderinger.

Én av de sakene Kredittilsynet har oversendt til politiet omfattet bl.a. brudd på denne meldeplikten. I denne saken hadde et styremedlem i et børsnotert selskap kjøpt aksjer i selskapet uten å melde aksjekjøpet til selskapet slik han pliktet etter asl. § 8-6. Påtalemyndigheten utferdiget et forelegg for brudd på meldeplikten etter aksjeloven. Forelegget ble vedtatt.

5.2.3 Vphl. § 8 med forskrifter

For børsnoterte verdipapirer suppleres asl. § 8-6 av vphl. § 8. Etter vphl. § 8 første ledd skal selskapet regelmessig sende børsstyret og Kredittilsynet utdrag av den protokoll som er nevnt i aksjel. § 8-6 første ledd annet pkt. Etter avtale mellom disse institusjonene sendes idag opplysningene kun til børsen, som mottar dem på vegne av Kredittilsynet. Bestemmelsens primære siktemål har opprinnelig vært å bidra til at tilsynsmyndighetene får bedre mulighet til å avdekke misbruk av fortrolig selskapsinformasjon.

Det er med hjemmel i vphl. § 8 tredje ledd fastsatt forskrift 11. oktober 1985 nr. 1896 om meldepliktig verdipapirhandel. Forskriftens §§ 4 flg. presiserer nærmere hvor ofte og på hvilke tidspunkt oversendelse av protokollutdrag for de ulike kategorier av verdipapirer skal foretas. Bank- og forsikringsselskaper skal sende protokollutdrag en gang hver tredje måned. Finans-, handels- og industriselskaper samt skipsaksjeselskaper sender utdrag hver annen måned, og selskaper med aksjer notert på SMB listen hver måned. Det følger av vphl. § 8 første ledd annet pkt. at utdraget skal inneholde en oversikt over den verdipapirhandel i selskapets verdipapirer som angår hver enkelt av de personer som har meldeplikt etter aksjel. § 8-6. Forskriftens § 3 tredje ledd gir nærmere regler for hvilke opplysninger som skal

omfattes av meldingen som skal sendes til børsen. Det følger av bestemmelsen at meldingen skal inneholde dato for handel, angivelse av kjøp eller salg, samt antallet handlede verdipapirer og kurs på disse. Videre skal meldingen inneholde status ved periodens avslutning.

Etter § 8 annet ledd kan Finansdepartementet ved forskrift eller enkeltvedtak pålegge foretak med ansatte som i sin stilling får kjennskap til kursrelevant informasjon før den offentliggjøres, regelmessig å gi tilsynsmyndighetene oversikt over vedkommendes og nærståendes verdipapirhandel. Dersom slikt pålegg gis, kan Finansdepartementet fastsette hvilke ansatte, og hvilke verdipapirer meldeplikten omfatter og pålegge slike ansatte å gi foretaket melding. Det følger av § 8 tredje ledd siste pkt. at Finansdepartementet kan bestemme at visse foretak skal unntas fra meldeplikten. Det er for tiden ikke gitt bestemmelser med hjemmel i § 8 annet ledd eller tredje ledd i.f.

Forsettelig eller uaktsom overtredelse av § 8 eller forskrift gitt i medhold av § 8 er straffebelagt, jf. § 62 annet ledd.

5.2.4 Opsjonsforskriften

Det følger av forskrift 8. desember 1994 om handel med opsjoner og terminer § 6-2 at meldeplikt som nevnt i vphl. § 8 også gjelder for handel med standardiserte aksjeopsjoner og aksjeterminer på selskapets aksjer. Ettersom forskriften kun gjelder opsjoner og terminer som er beregnet på alminnelig omsetning, vil meldeplikten ikke omfatte de ikke-standardiserte opsjonene. Denne meldeplikten gjelder i utgangspunktet for den samme personkretsen som meldeplikten etter aksjel. og vphl., men likevel slik at den meldepliktige ikke etter opsjonsforskriften identifiseres med ektefelle, mindreårig barn mv.

I henhold til forskriftens § 6-2 annet ledd skal meldingen innføres i en egen protokoll. Selskapet skal omgående sende utdrag av protokollen til børsen og til Kredittilsynet (i praksis kun børsen). Dette gjelder i motsetning til vphl. § 8, som som nevnt krever regelmessig oversendelse av protokollutdrag.

5.2.5 Selvregulering

I den tidligere kursnoteringsavtalen for selskaper ved Oslo Børs pkt. 9 med vedlegg er det bestemt at «innsideres» handel omgående skal meldes til børsen av selskapet. Definisjonen av «innsider» avviker noe fra den definisjonen som er benyttet i aksjeloven og vphl. Blant annet omfattes ansatte som i kraft av sin stilling har, eller av omverdenen kan oppfattes å ha, adgang til sensitiv informasjon. Videre kommer reglene også til anvendelse på personer utenfor selskapet som i kraft av sitt arbeid for selskapet får tilgang til kurssensitiv informasjon. Idag benyttes kursnoteringsavtalen kun overfor utenlandske selskap.

Næringslivets aksjemarkedsutvalg fastsatte i november 1988 anbefalinger i form av et standardreglement for børsnoterte selskaper om medarbeideres egenhandel med verdipapirer utstedt av selskapet. Standardreglementet inneholder regler om gjennomføringen av meldeplikten, som utfyller lov- og forskriftsbestemmelsene og på enkelte punkter går noe lenger. Det er bl.a. frarådet at innsidere driver med kortsiktig handel i sitt selskaps verdipapirer.

5.2.6 LBO-utvalgets forslag

I NOU 1991:25 er inntatt det såkalte LBO-utvalgets utredning vedrørende lånefinansierte selskapsoppkjøp. Utvalget foreslo enkelte endringer i meldepliktsreglene.

Utvalget anbefalte bl.a. å samordne meldepliktsbestemmelsene og plassere dem i vphl. Videre ble det foreslått at innsidernes meldeplikt skal oppstå straks etter en handel og gjelde direkte overfor Oslo Børs. Utvalget anbefalte også at det protokollutdraget som foretakene regelmessig skal sende børsen, skal gi en oversikt over meldepliktig verdipapirhandel for hver enkelt av de meldepliktige. Etter forslaget skal meldeplikten i tillegg til børsnoterte foretak også omfatte selskaper med aksjer som er gjenstand for organisert omsetning. Forslaget innebærer også at meldepliktsreglene gis tilsvarende anvendelse på foretak som eier en større aksjepost og som er representert i styret i et børsnotert foretak. Forslaget har vært på høring.

5.3 UTENLANDSK RETT

5.3.1 Storbritannia

Companies Act 1985 har bestemmelser om styremedlemmers (directors) plikt til å informere og rapportere om egne posisjoner i verdipapirer utstedt av selskapet, jf. section 324-328. Styremedlemmer plikter å gi en skriftlig melding til selskapet om aksjer og obligasjoner som de eier i selskapet, jf. sec. 324. I henhold til sec. 325 plikter selskapene å nedtegne opplysninger som kreves etter sec. 324 i et eget register/protokoll. Det følger av sec. 323 at styremedlemmer ikke kan handle med opsjoner på verdipapirer utstedt av selskapet.

Selskaper som er notert på London Stock Exchange skal i henhold til bestemmelser i kap. 16 i «The Listing Rules» straks gi melding om slik handel til børsens «Company Announcements Office», som deretter offentliggjør informasjonen.

5.3.2 Sverige

Regler om meldeplikt følger av den svenske insiderlagen §§ 8 flg om «Anmälningsskyldighet». Etter reglene plikter tillitsmenn og ledende ansatte i børsnoterte selskap å melde fra om egenhandel i selskapets verdipapirer. I tillegg skal Finansinspektionen registrere slike meldinger i et eget innsideregister.

Børsnoterte aksjeselskap og evt. morselskap plikter i henhold til §§ 14 og 15 å melde til Finansinspektionen hvilke personer i selskapet som har en slik «insynsställning» som omfattes av meldeplikten. I henhold til § 8 anses styremedlemmer, administrerende direktør, revisorer, andre ledende ansatte som normalt har tilgang til innsideinformasjon, samt større aksjonærer (dvs aksjonærer med over 10 pst.), for personer som har en slik stilling. I tillegg omfattes også varamedlemmer og stedfortredere for styremedlemmer, administrende direktør og revisor. Meldeplikten omfatter også nærmere angitte nærstående personer, jf. § 10. Dette gjelder for det første ektefelle, samboer og umyndige barn. For det andre omfattes juridisk person som den meldepliktige har vesentlig innflytelse i, og som den meldepliktige alene eller sammen med en nærstående som nevnt, har en eierandel på 10 pst. eller mer av aksjekapitalen eller av andelene, eller en økonomisk andel som innebærer en rett til 10 pst. eller mer av avkastningen, eller en stemmeandel som utgjør 10 pst. eller mer av stemmerettighetene for samtlige aksjer eller stemmetallet hos det høyeste besluttende organet.

Det følger av § 9 at de meldepliktige skal skriftlig melde sin beholdning av aksjer i selskapet og endringer i beholdningen, til Finansinspektionen. Etter annet ledd kan Finansinspektionen gi dispensasjon fra meldeplikten dersom tilsvarende opplysninger gis på annen måte. Slik dispensasjon er gitt for aksjer i tilfeller der endringer automatisk rapporteres fra Värdepapperscentralens register til innsideregisteret. Meldingen skal skje senest 14 dager etter at endring i beholdning har skjedd eller vedkommende kom i en stilling som meldepliktig, jf. § 13. Meldeplikten gjel-

der i utgangspunktet for egen handel i aksjer, men etter § 2 annet ledd skal blant annet konvertible obligasjoner, aksjeopsjoner og -terminer samt tegningsretter regnes likt med aksjer.

Det følger av § 16 at Finansinspektionen skal føre et register (innsiderregister) over alle meldinger som gis i tråd med § 9. Registeret er et offentlig edb-basert register hvor innkomne meldinger fortløpende registreres. Hver dag foretas en sammenstilling av dagens transaksjoner, som distribueres bl.a. til nyhetsbyråer og større aviser.

Overtredelse av meldeplikten er straffesanksjonert og i henhold til § 22 kan det gis bøter eller fengsel i inntil seks måneder.

Etter § 11 gis regjeringen adgang til også å pålegge offentlige ansatte meldeplikt dersom det av hensyn til tilgangen på kurssensitiv informasjon innenfor en offentlig myndighet anses påkrevet av hensynet til kontrollen med forbudet mot innsidehandel. De meldepliktige skal i så fall melde verdipapirbeholdning og endringer i beholdningen til de respektive myndigheters ledelse.

5.3.3 Danmark

I Danmark finnes ingen regler om meldeplikt tilsvarende de vi har i Norge. Det følger imidlertid av lov om København Fondsbørs § 39 c første ledd at en utsteder av verdipapirer og eventuelt morselskap plikter å utarbeide interne regler for styremedlemmers, direktørers og andre medarbeideres adgang til for egen eller tredjemanns regning å handle med verdipapirer utstedt av selskapet og finansielle kontrakter knyttet til disse. Tilsvarende gjelder offentlig myndighet og andre virksomheter, herunder «pengeinstitutter, børsmæglerselskaper, advokater og revisorer», som ikraft av sin virksomhetsutøvelse regelmessig kommer i besittelse av innsideinformasjon, jf. § 39 c annet ledd. I henhold til § 39 c tredje ledd skal slike interne regler på oppfordring utleveres til København Fondsbørs og Finanstilsynet.

Overtredelse av § 39 c kan straffes med bøter, jf. lovens § 44.

Det sakkyndige utvalg som har foreslått Børsreform II går inn for at bestemmelsen videreføres som § 37 i lov om værdipapirhandel.

5.4 UTVALGETS VURDERINGER

5.4.1 Innledning

Det er knyttet fordeler til at ledelsen og ansatte i foretak eier aksjer i det selskapet de har tilknytning til. Blant annet kan slikt aksjeeie virke som et incentiv for innsats til selskapets beste. Det kan også bidra til spredning av eierinteressene. Utgangspunktet må derfor være at tillitsmenn og ledende ansatte må kunne kjøpe og selge aksjer i selskapet uten unødvendige restriksjoner. Visse rammer bør imidlertid gjelde for å motvirke misbruk av selskapsinformasjon til egen fordel, og for helt generelt å bidra til åpne og ordnede forhold. Utvalget legger således betydelig vekt på at informasjon om innsideres handel kan være kursrelevant. Markedet bør derfor få tilgang til slik informasjon så snart som mulig, f.eks. gjennom børsens informasjonssystem. Meldeplikten bør også utformes slik at markedet får informasjon om opsjoner og tegningsretter utstedt av selskapet til fordel for selskapets tillitsmenn eller ledende ansatte. Slike avtaler har en viss utbredelse, og åpenhet er en forutsetning for å unngå uheldige utslag, fordi slike avtaler mellom selskapet og ledende tillitsmenn og ansatte ikke inngås på like fritt grunnlag som selskapets øvrige kontrakter.

Som nevnt under *"Gjeldende rett"* i punkt 5.2 har meldepliktsregler i dag mindre betydning for håndhevelsen av forbudet mot innsidehandel. Meldepliktsregler

tilsikter imidlertid også å bedre informasjonsnivået for de andre aktørene i markedet. På denne bakgrunn foreslår utvalget at bestemmelser om meldepliktig verdipapirhandel opprettholdes og effektiviseres. Det vises også til at utvalgets forslag til lettelser i undersøkelses- og klareringsplikten samt opphevelse av handleforbudet skaper et behov for å bedre notoriteten om innsideres egenhandel gjennom en skarpt tilskåret meldeplikt for slike transaksjoner. Det er etter utvalgets syn også behov for å effektivisere meldepliktsystemet i forhold til dagens regler. Blant annet går det i dag for lang tid fra transaksjonen er foretatt til handelen blir meldt. Utvalget foreslår enkelte endringer for å rette på dette. Utvalget foreslår også å pålegge børsnoterte selskap plikt til å melde fra om eksterne rådgivere som selskapet benytter i forbindelse med oppdrag og som kan få tilgang til kursrelevant informasjon om selskapet. Dette er drøftet særskilt i *"Krav til rapportering av informasjonsmottagere"* i punkt 4.4.6.

5.4.2 Plassering av meldepliktsbestemmelser

Bestemmelsene om meldeplikt er i dag plassert i forskjellige lover og kan derfor fremstå som noe uoversiktlige. Dette taler for en nærmere samordning av bestemmelsene. Om bestemmelsenes plassering uttalte LBO-utvalget i NOU 1991:25 s. 72, følgende:

> «Meldepliktreglene er aktuelle for selskaper hvor omsetningen av dets aksjer skjer i et vist omfang og med en viss regularitet og som dermed utgjør en del av verdipapirmarkedet. Utvalget har derfor kommet til at det er mest nærliggende at regler av denne type plasseres i verdipapirhandelloven som det sentrale regelverk for omsetning av verdipapirer, ...»

LBO-utvalget foreslo likevel ikke at asl. § 8-6 skulle oppheves og spørsmålet om opphevelse er ikke berørt i NOU 1992:29 eller Ot.prp. nr. 36 (1993-94) om ny aksjelov. Som nevnt under *"Aksjeloven § 8-6"* i punkt 5.2.2 er det heller ikke i aksjelovutkastet foreslått endringer i § 8-6 av materiell art.

Det kan stilles spørsmål om det er behov for bestemmelser i aksjeloven i tillegg til bestemmelsene i vphl. Aksjel. § 8-6 tar sikte på å begrense risikoen for innsidehandel. I Ot. prp. nr. 19 (1974-75) om lov om aksjeselskap, s. 95-97, uttales det at det er noe tvilsomt om det bør gis lovregler i aksjeloven om bl.a. meldeplikt eller om slike regler bør fremgå av lover som særlig gjelder verdipapiromsetningen. Det ble vist til at problemet er størst for selskaper med en viss aksjespredning, herunder særlig for børsnoterte selskap. Departementet foreslo likevel et meldepliktsystem med sikte på å forebygge innsidehandel, for aksjeselskaper med 20 aksjeeiere eller flere.

Utvalget legger til grunn at meldepliktsbestemmelser som gjelder børsnoterte foretak, i likhet med forbudet mot innsidehandel, bør fremgå av vphl. Det vises til at meldeplikten, etter utvalgets forslag, i hovedsak gjelder den samme personkretsen som den særlige aktsomhetsplikten som foreslås i innsidebestemmelsen, jf. *"Sverige"* i punkt 4.3.3. Videre er det utvalgets syn at slike regler bør fremgå samlet av vphl. Dette vil gjøre reglene om meldeplikt lettere tilgjengelige og gi en mer hensiktsmessige løsning enn dagens system.

Når det gjelder spørsmålet om melding også skal gis til selskapet, viser utvalget til at en slik plikt følger av asl. § 8-6. Denne bestemmelsen vil bli vurdert av aksjelovutvalget. Utvalget anser denne bestemmelsen for å falle utenfor sitt mandat. Det pekes imidlertid på at det utfra de forslag som fremsettes her, ikke er nødvendig med en bestemmelse i aksjeloven om melding til selskapet. Utvalget foreslår at børsen skal sende melding etter reglene i vphl. til selskapet samtidig med at meldingen

offentliggjøres. Videre vises det til at to sett av regler kan være en rettsteknisk vanskelig løsning. Utvalget antar at dette kan løses gjennom ikrafttredelsesregler.

5.4.3 Anvendelsesområde

I henhold til vphl. § 8 skal selskap med børsnoterte verdipapirer sende børsen utdrag av den protokoll som skal føres i tråd med aksjeloven § 8-6 første ledd siste punktum. LBO-utvalget foreslo i sin innstilling at som børsnotert selskap skulle regnes også selskap med aksjer som er gjenstand for organisert omsetning. LBO-utvalget la til grunn at slike selskaper er en del av verdipapirmarkedet i vid forstand, og at den informasjon om innsiders handel gir, kan være av betydning for kursfastsettelsen.

Verdipapirhandellovutvalget viser til at meldeplikt i noen grad kan anses tyngende sett fra den meldepliktiges side, noe som taler for et klart avgrenset anvendelsesområde. Idet reglene skal sikre informasjon til markedet om handler foretatt av personer med fortrolig kjennskap til utsteder, er det etter utvalgets syn tilstrekkelig med meldepliktsbestemmelser i vphl. knyttet til børsnoterte foretak. Det vises til at også innsidereglene er knyttet til børsnoterte verdipapirer. Som nevnt i *"Lovens formål samt stedlig og saklig virkeområde"* i kapittel 3 er det foreslått en definisjon av «regulert marked». Som regulert marked regnes i det norske markedet pr. i dag, børs opprettet i medhold av børsloven. I likhet med det som er lagt til grunn når det gjelder innsidereglene, er det utvalgets syn at meldepliktsreglene bør gjelde også for verdipapirer som omsettes i annet regulert marked enn børs. Dersom det opprettes slike regulerte markeder i Norge, vil det kunne fastsettes i forskrift at meldepliktsreglene skal gjelde tilsvarende for verdipapirer som omsettes i disse.

Dagens meldeplikt gjelder for verdipapirer utstedt av selskapet eller av selskaper i samme konsern. Etter opsjonsforskriften omfattes i dag også standardiserte opsjoner og terminer med selskapets aksjer som underliggende. LBO-utvalget har i sin innstilling knyttet verdipapirbegrepet opp mot den alminnelige definisjon i vphl. § 1 som også omfatter opsjoner knyttet til foretakets verdipapirer.

Det er Verdipapirhandellovutvalgets syn at hensynet bak bestemmelsene om åpenhet rundt primærinnsideres interesser i selskapet, i utgangspunktet tilsier at transaksjoner vedrørende alle verdipapirer utstedt av selskapet samt avtaler om eller rettigheter til slike papirer, bør omfattes av meldeplikten. På den annen side bør et meldepliktsystem som pålegger primærinnsidere plikter ikke gå lenger enn det som er helt nødvendig. Utvalget legger til grunn at det i første rekke er egenkapitalinstrumenter og rettigheter knyttet til disse instrumenter som bør omfattes av meldeplikten. Egenkapitalinstrumenter vil være aksjer, grunnfondsbevis og konvertible obligasjoner. Rettigheter til slike papirer kan være tegningsretter, opsjoner eller andre kjøpsretter.

Det vises til at det er innehav av egenkapitalinstrumenter selskapene i noen grad tilrettelegger for sine ansatte som del av incentivordninger. Det er derfor først og fremst handel i aksjer og grunnfondsbevis som er aktuelt for primærinnsiderne. Handel i obligasjoner kan ikke anses like praktisk. Det vises til at kursen på obligasjoner i mindre grad enn for aksjer, er avhengig av selskapsspesifikke forhold. Det vises dessuten til at avkastningen av obligasjoner ikke avhenger av selskapets resultat. Obligasjoner må derfor anses lite egnet som del av en incentivordning. Utvalget viser forøvrig til at forbudet mot innsidehandel omfatter også obligasjoner, og at det ville derfor vært lovteknisk konsistent at meldepliktsreglene også får anvendelse på obligasjoner. Utvalget har som nevnt likevel ikke funnet det nødvendig å la meldeplikten omfatte obligasjoner, idet opplysninger om primærinnsideres handel med obligasjoner utstedt av selskapet neppe kan sies å ha samme informasjonsverdi som

opplysninger om handel med egenkapitalinstrumenter, jf. de incentivordninger som har vist seg å være mest vanlig i praksis. Samlet sett vil en meldeplikt for obligasjoner derfor være unødvendig tyngende.

Fordi meldeplikten ikke skal omfatte obligasjoner vil foretak som utsteder obligasjoner som er børsnoterte, men ikke aksjer eller grunnfondsbevis, dermed ikke omfattes. Det vises til at aktsomhetsplikten som utvalget har foreslått, også gjelder for kredittforetak o.l. som utsteder obligasjoner som er børsnotert, se *"Undersøkelses- og klareringsplikt"* i punkt 4.4.3.

Meldeplikten omfatter i dag også verdipapirer i selskaper i samme konsern som det børsnoterte selskap, jf. asl. § 8-6 annet ledd. Bestemmelsen er ikke nærmere begrunnet i forarbeidene til aksjeloven. Det dobbelte formål bak meldeplikten tilsier etter utvalgets syn at markedet gis melding om handel i aksjer og grunnfondsbevis mv. utstedt av selskaper i samme konsern uansett om ett eller flere av konsernselskapene utsteder verdipapirer som er børsnoterte eller ikke.

Meldeplikten omfatter idag «salg og erverv». Utvalget foreslår at dette endres til «kjøp, salg og tegning». Dette betyr at bl. a. erverv ved arv og skifte, samt gave, vil falle utenfor.

Kjøp og salg for egen regning omfattes selv om handelen skjer i fremmed navn, f.eks. gjennom megler. Videre bør også handel i eget navn omfattes selv om det foretas i fremmed regning. Utvalget legger imidlertid til grunn at handel i fremmed navn og for fremmed regning, eksempelvis der et styremedlem styrer investeringsporteføljen i det foretaket han representerer, ikke bør omfattes. En slik meldeplikt vil etter utvalgets syn bli for komplisert og omfattende, og er nærmere drøftet under *"Kretsen av meldepliktige"* i punkt 5.4.4. Det vises til at i slike tilfelle vil både forbudet mot innsidehandel og taushetsplikten få anvendelse.

5.4.4 Kretsen av meldepliktige

Fra regelverkets brukere har det vært hevdet at kretsen av meldepliktige kan bli uforholdsmessig stor og vanskelig å håndtere både for selskapet og børsen. Det har også vært hevdet at kretsen reelt sett er større enn det som er påkrevet, fordi flere av de meldepliktige ikke har tilgang til fortrolig informasjon. Det er utvalgets syn at meldeplikten i utgangspunktet kun bør omfatte de som normalt kan antas å få tilgang til særskilt selskapsinformasjon. For markedet er det informasjon om handelen til de personer som har en særlig kjennskap til selskapet, som er av betydning.

Utvalget legger til grunn at kretsen av meldepliktige derfor bør omfatte de såkalte primærinnsidere. Primærinnsiderne vil også være omfattet av den aktsomhetsplikt, som etter utvalgets forslag skal erstatte dagens undersøkelses- og klareringsplikt. Når det gjelder spørsmålet om hvem som er å anse som primærinnsidere, er det som nevnt i *"Primærinnsidere"* i punkt 4.4.7 utvalgets syn at dette bør løses likt for henholdsvis meldeplikten og aktsomhetsplikten. Det foreslås derfor at meldeplikten skal omfatte de personer som er nevnt i innsidebestemmelsen. Det vises således til utvalgts drøftelser i *"Primærinnsidere"* i punkt 4.4.7. Som det fremgår der vil altså styremedlem, medlem av kontrollkomité, revisor, ledende ansatt som normalt har tilgang på fortrolig informasjon samt varamedlemmer og observatører med samme tilgang til informasjon som styremedlemmene, være omfattet. Tilsvarende gjelder ledende ansatte og styremedlemmer i andre konsernselskap som normalt har tilgang på fortrolig informasjon om utsteder.

I forhold til dagens bestemmelser innebærer utvalgets forslag enkelte endringer i kretsen av meldepliktige. Det vises til at medlemmer av bedriftsforsamling og representantskap i dag er omfattet av meldeplikten. Som nevnt innledningsvis er det utvalgets syn at kretsen av meldepliktige ikke bør være for omfattende. Utvalget

legger til grunn at handel foretatt av medlemmer av bedriftsforsamlig og representantskap har mindre informasjonsverdi for markedet. På denne bakgrunn, og som ledd i en samordning med innsidereglene rettet mot primærinnsidere, foreslår utvalget at medlemmer av bedriftsforsamling og representantskap ikke bør omfattes av meldepliktreglene.

Videre vises det til at selskapet selv ikke er omfattet av dagens meldeplikt. I forslaget til ny aksjelov er det foreslått at aksjeselskaper skal kunne eie egne aksjer. Idag handler selskapene bl.a. konvertible obligasjoner. Utvalget legger til grunn at selskapets handel i egne verdipapirer vil være av interesse for markedet og foreslår derfor at også selskapets handel skal meldes til børsen. Utvalget antar at det i slike tilfelle vil være praktisk at melding gis av de personer som er beslutningstagere. Utvalget vil imidlertid peke på at det er selskapet som har meldeplikt, og at den praktiske organisering kan løses gjennom interne rutiner.

Meldeplikt etter dagens bestemmelse omfatter også handel med verdipapirer utstedt av selskapet som er foretatt av vedkommendes ektefelle, samboer, mindreårige barn, eller et selskap hvor vedkommende har slik innflytelse som nevnt i aksjel. § 1-2. Aktsomhetsplikten omfatter ikke slike nærståendes verdipapirhandel. Selv om en meldeplikt for nærstående medfører en mer tyngende meldepikt, taler hensynet til de omgåelsesmuligheter som ellers ville foreligge sterkt for en slik regel. Utvalget foreslår derfor en videreføring av dagens bestemmelse med enkelte endringer av mer lovteknisk karakter.

LBO- utvalget har foreslått at reglene om innsideres meldeplikt gis tilsvarende anvendelse på foretak som eier en større aksjepost, dvs. minst 3 pst., og er representert i styret i et børsnotert selskap, dvs at en ledende ansatt for foretaket er innvalgt i styret i det børsnoterte selskapet. LBO-utvalget la til grunn at det er naturlig at den informasjon som vedkommende mottar i kraft av sitt verv i denne sammenheng, tilregnes det foretak som vedkommende er ansatt i. LBO-utvalget antok at de foretak som omfattes, forholdsvis enkelt, f.eks. via VPS, bør kunne legge opp rutiner som sørger for at foretakets transaksjoner blir kjent i markedet, jf. NOU 1991:25 s. 92-93.

Verdipapirhandellovutvalget slutter seg til at hensynet bak meldepliktsreglene vil kunne gjøre seg gjeldende i de tilfeller LBO-utvalget omtaler. Dette utvalg legger imidlertid til grunn at behovet for meldeplikt vil avhenge av organiseringen av foretaket, herunder i hvilken grad informasjon fra det aktuelle styremedlemmet kan tilflyte de personer som har ansvaret for selskapets verdipapirhandel. Dette var blant de forhold som ble fremhevet av høringsinstansene, da LBO-utvalgets innstilling var på høring. Enkelte høringsinstanser la til grunn at kun de tilfeller der styremedlemmet direkte styrer investeringsporteføljen i det foretak vedkommende representerer, bør være omfattet av en meldeplikt. Det ble videre fremhevet at foretakene i disse tilfelle ikke burde ha en ubegrenset meldeplikt men at det isåfall måtte være et minstekrav til transaksjonsstørrelse. Verdipapirhandellovutvalget antar at meldeplikt for disse foretakene vil kunne medføre store praktiske problemer fordi det norske markedet i stor grad er karakterisert av krysseierskap. Videre kan det vanskeliggjøre investorers mulighet for å være aktive eiere. Etter utvalgets syn bør som nevnt bestemmelsen om meldeplikt også korrespondere med innsidebestemmelsene. Utvalget legger også til grunn at hensynet til å offentliggjøre kursrelevant informasjon er tilstrekkelig ivaretatt gjennom reglene om flaggingsplikt. Når det gjelder tilsynshensyn antas disse å i tilstrekkelig grad være ivaretatt ved at Kredittilsynet vil ha tilgang til opplysninger om vedkommende styremedlem og hvor vedkommende arbeider. Tilsynet kan således i det enkelte tilfelle i ettertid undersøke nærmere handel foretatt av selskapet hvor vedkommende er ansatt. Det understrekes forøvrig at styremedlemmers taushetsplikt etter § 6 a, som utvalget foreslår videreført, må

antas å gjelde i forhold til dem som har ansvaret for verdipapirhandelen i det foretak styremedlemmet er ansatt i.

5.4.5 Minstegrense for omfanget av den meldepliktige verdipapirhandel

Uvalget har vurdert hvorvidt det bør settes et minstekrav til transaksjonsstørrelse for den verdipapirhandel som skal være gjenstand for meldeplikt. LBO-utvalget (s. 92-93) vurderte en slik grense i forbindelse med forslaget om å pålegge foretak som var representert i styret til det børsnoterte foretak, meldeplikt. Det ble imidlertid ikke fremmet noe forslag. Dersom kretsen av meldepliktige er særlig stor, kan det være større grunn til å knytte meldeplikten sammen med en minstegrense. Ved mindre transaksjoner vil imidlertid innsideinformasjon kunne utnyttes med sikte på gevinst. Et minstekrav vil også kunne lette muligheten for omgåelser av regelverket.

Det vises imidlertid til at ubetydelige handler neppe har informasjonsverdi for markedet. Slik informasjon er heller egnet til å fremstå som «støy» i markedet. Det er også et mål å stimulere til sparing i verdipapirmarkedet. Et minstekrav til transaksjonsstørrelse begrenser den negative effekt for sparing, som meldeplikt kan ha. Utvalget har forøvrig merket seg at det i Sverige gjelder unntak fra meldeplikten for erverv som ligger under 200 aksjer eller, om handelen gjelder verdipapirer som skal likestilles med aksjer, ligger under en markedsverdi tilsvarende 50.000 SEK. Alt i alt finner utvalget det hensiktsmessig å sette et minstekrav til transaksjonsstørrelse.

Det kan vurderes om de omgåelsesmuligheter som et minstekrav medfører bør innebære at handler fortatt innefor et visst tidsrom bør slås sammen og tilsvarende om visse persongrupper bør konsolideres. Dette vil imidlertid medføre et forholdsvis komplisert og tungvint regelverk. Utvalget har derfor vurdert å sette minstekravet såpass lavt, eksempelvis til ca. NOK 10.000 slik at det ikke er nødvendig med kompliserte regler om konsolidering og tidsbegrensning.

Det kan reises spørsmål om det er hensiktsmessig med et fast beløp i loven, eller om det heller bør gis en forskriftshjemmel for de nærmere regler for et minstekrav til transaksjonsstørrelse. Rettsteknisk er det en heldigere løsning å ha en fast beløpsgrense i loven. Endringer i pengeverdien vil imidlertid kunne føre til behov for lovendring. Utvalget viser til at en beløpsgrense kunne knyttes til kjente størrelser som f.eks. en børspost. Fastsettelse av størrelsen på en børspost foretas imidlertid av børsstyret og etter andre kriterier enn de som er relevante ved vurderingen av et minstekrav til transaksjonsstørrelse for meldepliktsreglene. Utvalget viser til at det i en forskrift også ville kunne fastsettes regler for tidsbegrensning og konsolidering. Det som må danne utgangspunkt for slike regler må være mengden av de transaksjoner en person eller gruppe har gjort over et nærmere gitt tidspunkt. På denne bakgrunn foreslår utvalget en forskriftshjemmel for de nærmere regler om minstekrav til transaksjonsstørrelse. Utvalget legger til grunn at opsjoner og andre rettigheter til aksjer og grunnfondsbevis skal meldes uavhengig av beløp.

5.4.6 Meldingens innhold

I dag følger det av forskrift om meldepliktig verdipapirhandel § 3 tredje ledd at den melding som sendes børsen skal inneholde dato for handel, angivelse av kjøp eller salg, samt antallet handlede verdipapirer og kurs på disse. Meldingen skal også inneholde status ved periodens avslutning. Utvalget foreslår at innholdet i denne bestemmelsen videreføres og tas inn i loven. Videre foreslår utvalget at det i meldingen skal opplyses om handelen gjelder den meldepliktige selv eller en nærstående.

Aksjeselskap kan i dag kun unntaksvis eie egne aksjer, men handler i dag konvertible obligasjoner. Dersom selskap etter endring av aksjeloven gis en utvidet adgang til å eie egne aksjer og i tillegg bidrar til market maker virksomhet i egne aksjer, kan det være upraktisk å stille krav til melding med slikt innhold for hver handel som foretas. Dersom dette skulle bli en aktuell problemstilling, forutsetter utvalget at bestemmelsen vurderes justert på det tidspunkt.

5.4.7 Nærmere om gjennomføringen av meldeplikten

I dag melder tillitsmenn og ledende ansatte sine handler til selskapets styre, jf. aksjel. § 8-6. Selskapet sender melding videre til børsen i tråd med vphl. § 8 med forskrifter. Selskapet sender utdrag av den protokoll hvor meldingene er innført. Utvalget foreslår å endre dette slik at tillitsmenn og ledende ansatte pålegges en direkte meldeplikt overfor børsen, dvs. at meldingen ikke skal gå via selskapet. Dette bidrar til å sikre en effektiv og rask informasjonsflyt til markedet.

Utvalget foreslår imidlertid at selskapet skal sende lister til børsen med oversikt over de av sine tillitsmenn og ledende ansatte som er omfattet av meldeplikten. Oversikten over nærstående foreslår imidlertid utvalget at primærinnsiderne selv gir til børsen. Personvernhensyn tilsier at man ikke bør være pliktig å gi slike opplysninger til ledelsen i det selskapet hvor man er ansatt eller har tillitsverv. Det er tilstrekkelig at opplysningene gis til det ansvarlige offentlige organ, som vil være pålagt taushetsplikt. Videre legger utvalget til grunn at slike lister kun bør gis dersom de nærstående faktisk handler eller allerede innehar en beholdning. For Kredittilsynet som håndhevende myndigheter vil imidlertid en oversikt vært nyttig, ikke minst for å kontrollere etterlevelse av meldeplikten. Det vises til at Kredittilsynet idag har direkte tilknytning til personregisteret, og dermed likevel har muligheten til å foreta den nødvendige kontroll.

Utvalget viser til at inntil det nye aksjelovutvalget har vurdert § 8-6 vil alle tillitsmenn og ledende ansatte i et aksjeselskap med mer enn 20 aksjonærer ha en slik meldeplikt til selskapet.

Utvalget anser dagens ordning med melding som gis henholdsvis månedsvis eller hver annen eller tredje måned, lite hensiktsmessig. Både hensynet til rask informasjonsflyt og hensynet til en effektiv håndhevelse av forbudet mot innsidehandel tilsier at melding bør sendes omgående. Dette er også i tråd med LBO-utvalgets forslag. I praksis melder mange innsidere sin handel straks og direkte til børsen, da Oslo Børs har oppfordret til en slik praksis. Utvalget mener at en slik plikt bør fremgå direkte av loven og foreslår en endring av gjeldende regler på dette punkt. Det er i utgangspunktet viktig at melding skjer så snart som mulig etter at handelen er foretatt. I enkelte tilfeller vil det imidlertid kunne være vanskelig for den meldepliktige å gi melding umiddelbart. Det vil f. eks. ved salg av store verdipapirposter ikke alltid være mulig å selge hele posten under ett. I slike tilfelle kan det være uheldig for primærinnsiderne å måtte melde fortløpende det enkelte delsalg. Det kan derfor være rimelig at den meldepliktige gis en dag til å omsette verdipapirene. Praktiske hensyn taler også for at vedkommende i disse tilfellene kan organisere oppfyllelsen av meldeplikten på slutten av dagen. Utvalget finner det hensiktsmessig at det gis en slik adgang. Det foreslås derfor at det i loven presiseres at melding uansett skal gis senest innen børsåpning den påfølgende dag. Utvalget vil presisere at en slik melding isåfall skal opplyse om det enkelte delkjøp eller -salg.

Det følger av § 8 at melding skal sendes både børsen og Kredittilsynet. I praksis er det kun børsen som har mottatt slike lister. Listene er imidlertid tilgjengelige for Kredittilsynet. Dagens praksis har vist seg hensiktsmessig og utvalget foreslår derfor lovfestet at listene kun skal sendes til børsen.

I LBO-utvalgets innstilling var det forutsatt at VPS skulle spille en sentral rolle mht. gjennomføringen av meldeplikten, og at den nærmere regulering av dette kunne skje gjennom forskrift. (NOU 1991:25 s. 91). Verdipapirhandellovutvalget legger til grunn at det kan være hensiktsmessig å nyttiggjøre de ressurser som VPS representerer, ved den praktiske gjennomføring av meldepliktsreglene. Forslag til rutiner for håndtering av meldeplikt fremgår av Kredittilsynets brev av 15.11.89 til Finansdepartementet vedrørende departementets forslag til forskrift om meldeplikt. Forslaget, som var fremmet på vegne av Oslo Børs og Verdipapirsentralen, la opp til at de muligheter som ligger i VPS-systemet kunne benyttes. Det ble vist til at VPS registrerer de fleste verdipapirer utstedt av selskaper som kursnoteres på norsk børs, herunder hvem som handler med verdipapirene. Dersom børsen gir melding til VPS om hvem som er å betrakte som «meldepliktige innsidere» vil VPS-systemet lett kunne identifisere disse. Kontofører/megler må i disse tilfelle også melde inn kurs for de transaksjoner «meldepliktige innsidere» foretar i VPS-systemet. Ved at alle transaksjoner foretatt av «meldepliktige innsidere» registreres i VPS, vil VPS fungere som historisk arkiv for alle transaksjoner foretatt av disse. VPS overfører til børsen fra daglig journal de transaksjoner som er foretatt av «meldepliktige innsidere». Børsen mottar oversikt over slike transaksjoner før børsåpning dagen etter at transaksjonene er registrert på daglig journal i VPS. Listen er tilgjengelig for Kredittilsynet etter behov. Børsen offentliggjør de transaksjonene som må antas å være av kurssensitiv karakter, på en hensiktsmessig måte. Det ble lagt vekt på at ved å benytte de databaser og registreringsmuligheter som VPS har etablert, ville systemet ikke bli unødig kostnadsfremmende.

Utvalget antar at et system som beskrevet ovenfor vil føre til at relevant informasjon kommer til markedet på den raskest mulige måten. I tillegg vil systemet ivareta behovet for å hente frem historisk informasjon for kontroll og overvåking. Utvalget har derfor ved utforming av forslag til meldepliktsbestemmelser lagt vekt på at den ovennevnte fremgangsmåte skal kunne benyttes. Utvalget finner imidlertid ikke grunn til å påby særlige tekniske løsninger.

Fordi de meldepliktiges verdipapirhandel er kursrelevant informasjon og det er viktig med rask informasjonsflyt til markedet, forutsetter utvalget at børsen skal ha melding om slik handel innen børsåpning neste dag uavhengig av om meldingen kommer fra VPS eller den meldepliktige selv. Dersom VPS kan etablere rutiner som beskrevet ovenfor vil imidlertid den meldepliktige kunne oppfylle sin meldeplikt ved å benytte VPS. En slik ordning er som nevnt innført i Sverige.

5.4.8 Stedlig virkeområde

Reglene om meldepliktig verdipapirhandel gjelder tillitsmenn og ledende ansatte i børsnoterte foretak. Meldeplikten skal ivareta markedets informasjonsbehov. Utvalget legger derfor til grunn at reglene gis anvendelse på primærinnsidere, uavhengig av nasjonalitet og bosted, i selskap hvis aksjer eller grunnfondsbevis er børsnotert i Norge. Meldeplikten får dermed anvendelse også på utenlandske selskap børsnotert i Norge. Som nevnt under *"Selvregulering"* i punkt 5.2.5 fremgår slik meldeplikt idag av kursnoteringsavtalen som benyttes mellom Oslo Børs og utenlandske selskap som noteres på Oslo Børs.

Reglene kommer ikke til anvendelse dersom norske foretak kun har verdipapirer notert på utenlandsk børs.

5.4.9 Straff

I dag kan forsettlig og uaktsom overtredelse av vphl. § 8 straffes med bøter eller fengsel inntil ett år, jf. § 62 annet ledd nr. 1. Utvalget antar at fengselsstraff er mindre hensiktsmessig ved overtredelse av meldepliktsbestemmelsen. Det er utvalgets syn at det i disse tilfellene er tilstrekkelig med bøtestraff. Tilsvarende foreslås også for overtredelse av flaggingsreglene, se *"Sanksjoner"* i punkt 7.3.5.

KAPITTEL 6

Regler om forretningsmetoder og kursmanipulasjon

6.1 GJELDENDE RETT

6.1.1 Innledning

Vphl. § 5 inneholder regler om god forretningsskikk og forbud mot urimelige forretningsmetoder i verdipapirhandelen, herunder markedsmanipulasjon. Markedsmanipulasjon kan defineres som enhver aktivitet rettet mot et verdipapirmarked i den hensikt å kunstig påvirke prisen på verdipapiret. Regelen om god forretningsskikk og forbudet mot urimelige forretningsmetoder er generalklausuler som bl.a. supplerer spesialreglene i § 6 om innsidehandel og § 9 flg. om kontroll med tegningsinnbydelser ved emisjoner. For fondsmeglerforetak dekker § 18 om god meglerskikk de samme områdene og regelen i § 5 har derfor liten selvstendig betydning for denne type aktører. Forsettelig og uaktsom overtredelse av § 5 er straffebelagt, jf. § 62 annet ledd.

Bestemmelsene i § 5 var nye da verdipapirhandelloven av 1985 ble vedtatt. I forarbeidene (NOU 1978:42 Verdipapirhandel, s. 79-80) ble det lagt vekt på at rettsregler som hovedsakelig retter seg mot mellommannsleddet, ikke er tilstrekkelig til å sikre en ordnet verdipapirhandel. Det ble derfor foreslått en alminnelig regel -en rettslig standard- om at ingen må bruke utilbørlige forretningsmetoder i verdipapirhandelen, og at god forretningsskikk skal iakttas ved markedsføringstiltak i verdipapirhandelen. Det ble uttalt at den praktiske betydningen av generelle regler om god forretningsskikk mv. hovedsakelig består i at de gir et godt grunnlag både for etterkontroll fra de offentlige myndigheters side, og for anvendelse av privatrettslige sanksjoner til fordel for en part som måtte være påført tap ved uakseptable forretningsmetoder. I tillegg til innsideregler var det et særlig behov for rettsregler som forhindrer eller vanskeliggjør bl.a. markedsmisbruk i forbindelse med emisjon av verdipapirer og visse andre utilbørlige forretningsmetoder.

I tillegg til vphl. §§ 5 og 18, rammer enkelte bestemmelser i bl.a. børs- og straffelovgivningen visse former for markedsmanipulasjon og annet markedsmisbruk, som vil bli kommentert underveis.

6.1.2 Vphl. § 5 God forretningsskikk mv.

6.1.2.1 God forretningsskikk

Vphl. § 5 *første ledd* forutsetter at god forretningsskikk følges ved markedsføring av verdipapirer. Bestemmelsen omfatter henvendelser som rettes til allmennheten eller til enkeltpersoner og som inneholder tilbud eller oppfordring til å fremsette tilbud om kjøp, salg eller tegning av verdipapir eller som ellers har til formål å fremme verdipapirhandel.

Den rettslige standarden god forretningsskikk gir føringer av betydning for innholdet i slike henvendelser. De opplysningene som fremgår må være korrekte, slik at eventuelle kjøpere eller selgere kan fatte beslutninger på et mest mulig riktig grunnlag. Kravet om god forretningsskikk legger også føringer på fremgangsmåten som benyttes ved markedsføringen.

Alle typer henvendelser som f.eks. annonser, brosjyrer, sirkulærer samt henvendelser rettet til enkeltpersoner omfattes av bestemmelsen. Henvendelser til enkeltpersoner kan f.eks. være aktuelt ved overtagelsestilbud. Ved pliktige tilbud

gjelder imidlertid vphl. §§ 5A til 5C og ved visse frivillige overtagelsestilbud gjelder børsforskriften kap. 7. Tegningsinnbydelser er en spesiell type henvendelser som er underlagt en særskilt kontroll, jf. vphl. § 9. Bestemmelsen om god forretningsskikk har imidlertid en selvstendig betydning for overtagelsestilbud og emisjoner som ikke omfattes av disse bestemmelsene.

6.1.2.2 Urimelige forretningsmetoder

Det følger av vphl. § 5 *annet ledd* at ingen må benytte urimelige forretningsmetoder i verdipapirhandelen. I motsetning til god forretningsskikk-standarden i første ledd som gjelder ved *henvendelser* til allmennheten eller enkeltpersoner om kjøp, salg eller tegning av verdipapirer, gjelder den rettslige standard i annet ledd for verdipapirhandel generelt. Som nevnt har bestemmelsen liten selvstendig betydning for fondsmeglerforetakene som reguleres av § 18 om god meglerskikk. Bestemmelsen om god meglerskikk er vurdert av utvalget i første delinnstilling, og er foreslått videreført i lovutkastet § 5-2 om god forretningsskikk. Paragraf 5 annet ledd har også liten betydning når det gjelder innsidehandel som er særskilt regulert i § 6 forsåvidt gjelder verdipapirer som er gjenstand for organisert omsetning. Paragraf 5 annet ledd kan tenkes å ramme innsidehandel i verdipapirer som ikke er gjenstand for organisert omsetning.

Ved vurderingen av hvilke forretningsmetoder som er urimelige er det naturlig å ta utgangspunkt i hva som er vanlige forretningsmetoder. Dette er imidlertid ikke til hinder for at forretningsmetoder med en viss utbredelse likevel vurderes som urimelige. Det aktuelle partsforholdet er også av betydning ved vurderingen av om en forretningsmetode er urimelig. Særlige forutsetninger, eller manglende forutsetninger, hos en part vil komme inn ved vurderingen. Et urimelig resultat av verdipapirhandelen er forøvrig ikke avgjørende for vurderingen.

Såvel kontraktsvilkår og kontraktsteknikker som forhold knyttet til en enkeltstående verdipapirhandel, vil kunne anses som slike forretningsmetoder som omfattes av urimelighetsstandarden.

Kredittilsynet har behandlet tre saker som har resultert i anmeldelse for bruk av urimelige forretningsmetoder. Den første saken dreide seg om en banksjef som, mens han på vegne av banken førte forhandlinger med andre selskap om et større oppkjøp av aksjer i en annen bank, for egen regning kjøpte en aksjepost i denne andre banken. Påtalemyndighetene utferdiget et forelegg for brudd på både §§ 5 og 6. Forelegget ble bragt inn for riksadvokaten, som avslo klagen. Vedkommende vedtok til slutt et redusert forelegg.

Kredittilsynets oversendelse av den ene innsidesaken hvor tiltale ble reist, se *"Bakgrunn og oversikt"* i punkt 4.2.1 over, omfattet i tillegg til en anmeldelse for brudd på § 6 også en anmeldelse for overtredelse av § 5 om bruk av urimelig forretningsmetode. Saken gjaldt to styremedlemmer som handlet i selskapets aksjer på vegne av de foretakene de representerte samtidig som selskapet var i fusjonsforhandlinger. Kredittilsynet la til grunn at dersom vedkommende investorers motiv for å handle de aktuelle aksjene var et ønske om å styrke kursen for å påvirke bytteforholdet/kontantvederlaget ved fusjonsoppgjøret, ville dette være markedsmanipulasjon. Påtalemyndighetene reiste imidlertid kun tiltale for brudd på forbudet mot innsidehandel.

Den tredje saken dreide seg om tiltale for brudd på bl.a. § 5 første og annet ledd. I denne saken handlet en privat investor aksjer i et selskap samtidig som han arbeidet med å tilrettelegge en emisjon i selskapet. Retten la til grunn at dette ble rammet av vphl. § 5 annet ledd og fant det ikke nødvendig å ta stilling til om første ledd også

ville komme til anvendelse. Vedkommende ble idømt bot, samt inndragning av økonomisk vinning.

Fra Kredittilsynets praksis kan også nevnes en annen sak som gjaldt kursmanipulasjon. Et verdipapirfond kjøpte rett før årsskiftet aksjer til en kurs på opptil kr. 98. Dagen før var kursen kr. 70. Verdipapirfondet hadde fra før en stor post i de samme aksjene. Forvaltningsselskap kan verdsette verdipapirporteføljen i verdipapirfondene til markedsverdi. Markedsverdien for børsnoterte aksjer vil være børskursen. Ved å ha kjøpt de siste aksjene til en høy kurs, ble markedsverdien på fondets portefølje av de aktuelle aksjene fastsatt vesentlig høyere enn dersom det siste kjøpet ikke var foretatt. Fondet kunne således vise til en vesentlig bedre avkastning det siste år, enn det ellers ville hatt. Forvaltningsselskapet fikk sterk kritikk fra Kredittilsynet for bl.a. markedsmanipulasjon. Saken ble oversendt politiet for brudd på verdipapirfondloven og tilsynsloven.

6.1.3 Vphl. § 18 God meglerskikk

I henhold til vphl. § 18 skal et fondsmeglerforetak og foretakets tjeneste- og tillitsmenn utøve sin virksomhet i samsvar med god meglerskikk og må ikke opptre på en måte som er egnet til å skape tvil om dets stilling som uavhengig mellomledd. Bestemmelsen er altså en spesialbestemmelse om god forretningsskikk for meglere. Bestemmelsens innhold foreslås med enkelte presiseringer videreført i § 5-2 i lovutkastet i utvalgets første delinnstilling.

Kredittilsynet har behandlet enkelte saker om markedsmanipulasjon hvor meglerforetak eller dets ansatte har vært involvert. I et tilfelle anså Kredittilsynet et fondsmeglerforetaks inngåelse og medvirkning til handler der obligasjoner ble kjøpt av foretaket til klart høyere kurser enn markedskurs og der selger allerede ved salget var forpliktet til å kjøpe obligasjonene tilbake over årsskiftet til noe høyere kurs, for brudd på vphl. § 18. Saken ble anmeldt, og meglerforetaket ble ilagt og vedtok et forelegg som straff samt inndragning av økonomisk vinning. Dersom disse kursene hadde blitt rapportert i markedet og dermed påvirket markedskursen, ville forholdet vært å anse som markedsmanipulasjon.

I en annen sak stilte en megler gjentatte ganger kjøpskurser uten å ha kjøpsoppdrag. Dette bidro til at kursfastsettelsen ikke var grunnlagt på et reelt ønske om å skape omsetning. Saken ble oversendt påtalemyndigheten, og megleren ble ilagt og vedtok et forelegg.

6.1.4 Børsl. § 4-5 og børsforskriften

Det følger av børsl. § 4-5 at kursen på et verdipapir skal gi uttrykk for den aktuelle markedsverdi og at børstyret skal sørge for at kursnoteringen skjer i overensstemmelse med lov, god meglerskikk og god forretningsskikk forøvrig. I henhold til børsforskriften § 22-1 skal foretak med børsnoterte verdipapirer, børsmedlemmer og børsrepresentanter følge god børsskikk. Videre følger det av børsforskriften § 13-2 femte ledd at børsmedlemmer og børsrepresentanter ikke må medvirke til at det offentliggjøres offisielle kurser som ikke gir uttrykk for den aktuelle markedsverdi for verdipapirene.

I forbindelse med ordninger for kursstabilisering ved emisjoner har det vært reist spørsmål om bl.a. forholdet til børsl. § 4-5. Stabiliseringsordninger fører til at kursen på de aktuelle aksjene i en fastsatt periode vil kunne bli «kunstig», i den forstand at kjøpsinteresse iht. stabiliseringsordningen ikke er reell, fordi den har støttekarakter. I forbindelse med en konkret sak har Oslo Børs i brev av 22.3.1994 uttalt

at dette i seg selv ikke gir grunnlag for at anta at markedsverdien i selskapet ikke er reell. Det uttales videre:

> «I forhold til børsloven § 4-5 vil stabilisering snarere være å sammenligne med enhver annen tidsmessig avgrenset kjøpsinteresse eller market making. At kjøpsinteressen på forhånd er angitt til markedet og begrenset i tid, gjør den ikke til et ukvalifisert element i dannelsen av markedsverdien.»

Ordningen reiser også spørsmål om kursstabiliseringen innebærer en form for ulovlig kursmanipulering iht. vphl. § 5. Om disse spørsmålene uttaler Børsen følgende:

> «Grenselinjen mot ulovlig kursmanipulasjon i.h.t. verdipapirhandelloven § 5 er likevel ikke langt unna. For Børsen er det avgjørende at ordningen blir praktisert på en tilfredsstillende måte m.h.t. forhåndsvarsel, «arms-lenght» fra andre aktører, omfang og periode. Det er også et poeng at ordningens formål er å legge forholdene til rette for en langsiktig markedsutvikling, som ikke skal hemmes av en overaktiv gruppe av aksjetegnere. En ordning som utelukkende skal bidra til en naturlig overgang mellom en emisjonskurs i førstehåndsmarkedet og den langsiktige markedskurs i annenhåndsmarkedet, kan – riktig håndtert – vanskelig sies å være motstridende til hensiktene bak børsloven § 4-5.»

Generelt er det altså viktig at det ved ordninger for kursstabilisering ved emisjoner gis tilstrekkelig informasjon om de tiltak som iverksettes.

6.1.5 Strl. § 273 og § 274

Enkelte former for markedsmanipulasjon rammes av straffeloven. Det gjelder den gruppen av tilfeller av markedsmanipulasjon som består i avgivelse av ufullstendig eller villedende informasjon for kunstig å påvirke prisen på verdipapirene.

Strl. § 273 første ledd lyder:

> «Den som sprer uriktige eller villedende opplysninger for å påvirke priser på varer, verdipapirer eller andre gjenstander, eller medvirker hertil, straffes med fengsel inntil 4 år. Bøter kan anvendes sammen med fengselsstraffen. Under særdeles formildende omstendigheter kan bøter anvendes alene.»

I forarbeidene til endringsloven til bestemmelsen av 1951 uttales følgende:

> «Det som søkes rammet ved dette straffebud er den forbrytelse å fremkalle prisendringer ved falske opplysninger. Naturligvis er hensikten da oftest også den at prissettingen skal utnyttes økonomisk ved spekulasjon. Men det kreves ikke for at handlingen skal kunne straffes. Det er her tale om en almenfarlig forbrytelse, som regelmessig er diktert av den mest utpregede vinnesyke og som kan ha meget vidtrekkende økonomiske følger.» (Ot. prp. nr 75 1948,s. 36.)

Etter bestemmelsen er det et vilkår at gjerningsmannen sprer uriktige eller villedende opplysninger i den hensikt å påvirke prisen. I uttrykket «sprer» ligger det at ikke enhver meddelelse er straffbar. I den nevnte proposisjon s. 37, uttales følgende:

> «Gjerningsmannen må være seg bevisst at den opplysning han gir vil nå en større krets av personer. Dette kan imidlertid også være tilfellet om opplysningen bare meddeles en enkelt person, dersom gjerningsmannen går utfra at opplysningen vil bli brakt videre og på denne måte vil få en utbredelse som gjør den skikket til å påvirke markedsprisen.»

Eksempler på denne type handlinger kan være fremsettelse av usanne rykter eller en usann artikkel i et økonomisk tidskrift skrevet i hensikt å påvirke verdien på et selskaps verdipapirer. Såvidt utvalget vet har ingen til nå blitt straffedømt etter strl. § 273 forsåvidt angår manipulering av priser på verdipapirer.

Strl. § 274 rammer de tilfeller der det gis uriktige eller villedende opplysninger i forbindelse med emisjoner/aksjetegning. Paragraf 274 første ledd første punktum lyder:

> «Med fengsel inntil 4 år straffes den som i oppfordring til å delta i stiftelse eller utvidelse av aksjeselskap eller annet selskap med økonomisk formål eller om overtagelse av lån til slikt selskap gir uriktige eller villedende opplysninger av betydning for bedømmelsen av foretaket.»

Etter bestemmelsens annet ledd kan også tillitsmann eller funksjonær i selskap som nevnt i første ledd straffes, såfremt han offentliggjør uriktige eller villedende opplysninger av betydning for bedømmelsen av selskapet, eller gir slike opplysninger til selskapets deltagerer eller fordringshavere, noen av dets organer eller til en offentlig myndighet.

I Høyesterett ble en daglig leder i en databedrift dømt etter § 274 første ledd etter at han i forbindelse med en kapitalutvidelse hadde gitt både gale og uriktige opplysninger til utenlandske investorer, se Rt. 1990 s. 641. Flere er blitt straffedømt for overtredelse av § 274 annet ledd. Typisk for disse sakene har vært at det i melding til Foretaksregisteret er uriktig opplyst at aksjekapitalen er fullt innbetalt.

6.2 UTENLANDSK RETT

6.2.1 Storbritannia

Financial Services Act section 47 omhandler «Misleading statements and practices». Bestemmelsen retter seg mot enhver. Det følger av sec. 47 (1) et forbud mot å forsettelig eller uaktsomt gi uttalelser, løfter eller antakelser/prognoser som er villledende, eller holde unna faktiske opplysninger, for det formål å få en annen person til å inngå eller avstå fra en handel, eller å utnytte eller avstå fra å utnytte en rettighet til et verdipapir eller utviser uaktsomhet mht. om dette vil skje. I henhold til sec. 47 (2) er det forbudt for en person å forsettelig foreta eller medvirke til en handling som gir et falskt eller villedende inntrykk av markedet i eller prisen/verdien på et verdipapir, for det formål å få en annen person til å inngå eller avstå fra en handel, eller å utnytte eller avstå fra å utnytte en rettighet som er knyttet til et verdipapir, medmindre han beviser at han hadde rimelig grunn til å tro at dette ikke ville ha slik effekt, jf. unntaket i sec. 48 (3).

Strafferammen er bot eller fengsel i inntil 7 år. Ved mindre alvorlige overtredelser, kan det ilegges bøter eller fengsel i inntil 6 måneder.

Det følger av sec. 48 (7) at sec. 47 (2) ikke får anvendelse på prisstabilisering foretatt i samsvar med SIBs regler om kursstabilisering. Slike regler følger av «Appendix 16 (rule 5-47) Stabilisation Rules (Part 10 of The Financial Services (Conduct of Business) Rules 1990». Reglene stiller krav til offentliggjørelse og åpenhet rundt kursstabiliserende ordninger, med bl.a. krav om at markedet i prospekt eller på annen måte gjøres uttrykkelig oppmerksom på ordningen, og at børsen hvor de relevante verdipapirer for eventuelle støttekjøp omsettes, underrettes. Videre har reglene bestemmelser som setter begrensninger for den pris som kan benyttes ved stabiliseringen, bl.a. kan den megler som skal foreta støttekjøp ikke by over emisjonskursen.

6.2.2 Sverige

I den svenske lovgivningen finnes ingen generell regel om forbud mot markedsmisbruk, som rammer enhver, eller en regel om forbud mot markedsmanipulasjon. I SOU 1994:68 Otillbörlig kurspåverkan och vissa insiderfrågor er det imidlertid fremmet et forslag om å innta en egen straffesanksjonert bestemmelse om utillbørlig kurspåvirkning i Lag om handel med finansielle instrument. Forslaget lyder:

> «Den som, vid handel på värdepappersmarknaden, i avsikt att påverka priset vid allmänn omsättning på finansiella instrument
> 1.sluter avtal eller företar annan rättshandling för skens skull,
> 2.i hemlighet förenar överlatelse av finansiella instrument med utfästelse att senare förvärva dessa till visst lägsta pris eller med villkor som begränsar rätten till fortsatt överlatelse eller annars är avsedda att undandra instrumenten allmän omsättning, döms för otillbörlig kurspåverkan till böter eller fängelse i högst två år.
>
> Det samma gäller, om någon vid handel på värdepappersmarknaden i otillbörligt syfte påverkar priset vid allmän omsättning av finansiella instrument genom köp- eller säljavtal, anbud om slutande av sådant avtal eller annan liknande åtgärd.»

Forslaget er til behandling i det svenske finansdepartementet som vil fremme et lovforslag. Pr. 06.11. 95 foreligger ikke proposisjonen.

6.2.3 Danmark

Med hjemmel i fondsbørsloven § 12 har styret ved København Fondsbørs utarbeidet børsetiske regler. Dette regelsettet inneholder bl.a. en bestemmelse om påvirkning av kursdannelsen. Det følger av de børsetiske regler § 11 første ledd at «ethvert forsøg på med uhæderlige midler at påvirke kursdannelsen er en overtrædelse af de børsetiske regler.» I en kommentar til bestemmelsen heter det at uhederlige midler f.eks. kan være offentliggjørelse eller utbredelse av uriktige, villedende, overdrevne eller tendisiøse opplysninger om selskapet, dets ledelse, dets forhold til konkurrenter, markeder eller myndigheter. Videre følger det av bestemmelsens tredje ledd at «Ingen, der i sit professionelle virke informerer om, behandler eller på anden måde omtaler børsnoterede selskaber, må bruge den information de formidler, med det formål at påvirke markedet kunstigt.» Det følger av fondsbørsloven § 13 at børsen skal gi melding til Finanstilsynet dersom det oppdages at noen har overtrådt de børsetiske reglene.

Utvalget som har forberedt Børsreform II har foreslått en bestemmelse i Lov om værdipapirhandel § 4 om god verdipapirhandelsskikk. Etter første ledd følger et generelt krav om at enhver verdipapirhandel skal foretas på en redelig måte. I annet ledd er det inntatt et forbud mot uredelig kurspåvirkning som gjelder overfor enhver. Det følger av denne bestemmelsen at «uredelig påvirkning af samt uredeligt forsøg på at påvirke kursdannelsen på værdipapirer, der er optaget til notering på en fondsbørs, er i strid med god værdipapirhandelsskik.»

6.3 UTVALGETS VURDERINGER

6.3.1 Innledning

For å sikre en ordnet og effektiv verdipapirhandel er det viktig at regelverket kan sikre at alle markedsaktørene opptrer på en måte som ikke undergraver tilliten til markedet. Overfor atferd med klart negativ effekt på verdipapirmarkedet kan det

oppstilles klare forbud. Innsidehandel er et eksempel på slik skadelig atferd, og er derfor nærmere regulert gjennom forbudet mot innsidehandel i § 6. Det er imidlertid ikke alle uheldige handlemåter som utgjør klare typetilfeller. For at andre uheldige handlemåter skal kunne fanges opp av loven vil det være nødvendig å benytte såkalte rettslige standarder. Slike standarder utgjør et viktig ledd i den offentlige kontroll med verdipapirmarkedet. Et verdipapirmarkedet er avhengig av tillit dersom det skal fungere godt. Det er derfor viktig at alle parter i verdipapirmarkedet opptrer redelig. Utvalget legger således til grunn at det også i fremtiden vil være behov for generelle etiske standarder som også retter seg mot andre aktører enn verdipapirforetakene. Utvalget ser imidlertid også at en rettslig standard kan skape betydelig rettsusikkerhet. Det vil derfor være en klar fordel om regelverket ved eksempler e.l. kan bidra til å klargjøre standardens innhold.

Utvalget har på denne bakgrunn vurdert å foreslå et eget forbud mot markedsmanipulasjon. Begrepsbruken har imidlertid ikke vært skarp når det gjelder hvilken adferd et forbud mot markedsmanipulasjon vil omfatte. Utvalget vil derfor foreslå særregler om de forhold som direkte relaterer seg til kurser. Det kan ikke utelukkes at det kan finne sted kunstig påvirkning også av andre deler av markedet, f.eks. volum. Utvalget peker på at slik påvirkning vil fanges opp av forbudet mot urimelige forretningsmetoder, som foreslås videreført, dersom det har uredelig hensikt.

Utvalget har drøftet om det er grunn til å videreføre både kravet om god forretningsskikk og forbudet mot urimelige forretningsmetoder idet de langt på vei overlapper hverandre. God forretningsskikk-normen er imidlertid spesielt rettet mot henvendelser om kjøp og salg og omfatter markedsføring av verdipapirer, mens forbudet mot urimelige forretningsmetoder gjelder forretningsmetoder i verdipapirhandelen generelt. Utvalget har funnet det hensiktsmessig å videreføre både kravet om god forretningsskikk og forbudet mot urimelige forretningsmetoder i vphl. § 5, og viser til drøftelsene under.

6.3.2 God forretningsskikk

God forretningsskikk-normer tillegges betydning i en rekke lover, se f.eks. markedsføringsl. § 1, avtalel. § 36 og aksjel. § 11-4. Slike normer stiller alminnelige krav til forsvarlig og hederlig opptreden innen vedkommende yrke. Det vil si at de retter seg mot etisk klanderverdige handlinger hvor grunnlaget for vurderingen er den alminnelige oppfatning i den bransjen det gjelder. Dette gjelder også for vphl. § 5. Hva som oppfattes som akseptabel og god forretningsskikk i verdipapirhandelen utgjør grunnlaget for vurderingen av om § 5 første ledd er overholdt.

Vphl. § 5 første ledd om god forretningsskikk omfatter henvendelser til almenheten og enkeltpersoner om tilbud eller oppfordring til å fremsette tilbud om kjøp, salg eller tegning av verdipapirer eller som ellers har til formål å fremme verdipapirhandel. Som nevnt under *"Storbritannia"* i punkt 6.2.1 var bakgrunnen for vphl. § 5 første ledd et behov for å understreke at god forretningsskikk skal iakttas ved markedsføringstiltak i verdipapirhandelen. Det fremgår videre av forarbeidene at en slik regel har betydning både for emisjoner eller annen organisert markedsføring av verdipapirer, og for organisert oppkjøp av verdipapirer. (NOU 1978:42, s. 80.)

Som nevnt under *"God forretningsskikk"* i punkt 6.1.2.1 har kravet om god forretningsskikk betydning både for innholdet i henvendelsene og for fremgangsmåten som benyttes. Henvendelsene skal være korrekte i sitt innhold slik at mottager ikke villedes. Når det gjelder fremgangsmåter for henvendelser, uttales således i NOU 1978:42 s.144 at også § 5 annet ledd om urimelige forretningsmetoder bidrar til å sette rammer for akseptabel fremgangsmåte.

Det foreligger ingen rettspraksis når det gjelder § 5 første ledd om god forretningsskikk. Forøvrig er det vanskelig å si hvilken selvstendig betydning bestemmelsen i praksis har hatt. Det vises imidlertid til at også en rekke andre lovbestemmelser regulerer nærmere, og setter krav til, de henvendelser det her er tale om. Utvalget vil derfor se nærmere på andre bestemmelser både i vphl. og i andre lover som typisk vil dekke det samme området som § 5 første ledd.

For verdipapirforetak er § 18 om god meglerskikk den relevante bestemmelsen for de henvendelser om kjøp, salg eller tegning av verdipapirer som foretakene foretar. Bestemmelsen er som tidligere nevnt vurdert av utvalget i første innstilling, og er foreslått videreført i lovutkastet § 5-2 om god forretningsskikk. Utkastet er gjort mer spesifisert mht. hvilke forhold det skal legges vekt på ved vurderingen av hva som er god forretningsskikk. Blant annet skal verdipapirforetakene for å ivareta kundenes interesser og markedets integritet så godt som mulig, opptre redelig og korrekt i utøvelsen av sin virksomhet, utvise den nødvendige kompetanse, omhu og interesse i sin opptreden og overholde alle bestemmelser som gjelder for utøvelsen av dets virksomhet. Bestemmelsen regulerer således både innholdet i henvendelsene og den fremgangsmåte som foretakene benytter. For den virksomhet som skjer på børsen vises det til børsforskriften § 22-1 hvor det fremgår at god børsskikk skal overholdes. Denne generalklausulen omfatter i tillegg til børsmedlemmer og børsrepresentanter også de børsnoterte foretakene.

Enkelte typer henvendelser er spesielt regulert i vphl. Dette gjelder henvendelser i forbindelse med emisjoner og oppkjøpstilbud. Som nevnt under *"God forretningsskikk"* i punkt 6.1.2.1 er de fleste tegningsinnbydelser underlagt en særlig kontroll i vphl. § 9. Finner børsen at tegningsmaterialet f.eks. inneholder villedende eller ufullstendige opplysninger, kan børsstyret nedlegge forbud mot at emisjonen gjennomføres, jf. § 9 tredje ledd, se forøvrig *"Prospektkrav ved offentlige tilbud om kjøp eller tegning av finansielle instrumenter"* i kap. 10 om emisjonskontroll. For emisjoner som ikke er underlagt emisjonskontroll etter § 9 vises det til at aksjeloven allerede har bestemmelser om opplysningsplikt både ved stiftelse, jf. asl. § 2-1, og ved kapitalforhøyelser, se asl. § 4-1, jf. §§ 4-4 og 4-5. Dersom aksjer skal tegnes av andre enn henholdsvis stifterne eller aksjonærene, gjelder en utvidet opplysningsplikt, jf. § 2-5 annet ledd og § 4-6 tredje ledd. Tegning som ikke skjer i tråd med bestemmelsene er ikke bindende for tegneren, se § 2-5 tredje ledd, jf. § 4-6 tredje ledd. Uriktige eller villedende opplysninger gitt til aksjonærene ved kapitalutvidelser eller eksterne tegnere i forbindelse med både stiftelse og kapitalutvidelser vil som nevnt også kunne rammes av strfl. § 274 første ledd, se *"Børsl. § 4-5 og børsforskriften"* i punkt 6.1.4.

Når det gjelder tilbud om erverv av aksjer i et børsnotert selskap, følger det av vphl. § 5A at pliktige tilbud skal godkjennes av børsen. For visse frivillige tilbud er det i børsforskriften § 7-2 fastsatt nærmere regler for fremsettelse av og innholdet i overtagelsestilbudet. Det vises til *"Tilbudet"* i punkt 9.3.12 hvor utvalget foreslår at kravene til informasjon i tilbudsdokumentet både ved pliktige og ved frivillige tilbud bør reguleres i loven, og at tilbudsdokumentet også ved frivillige tilbud skal godkjennes av børsen. Etter utvalgets forslag skal tilbudsdokumentet gi riktige og fullstendige opplysninger om forhold av betydning for vurderingen av tilbudet. Videre spesifiseres en rekke forhold som skal angis særskilt.

I tillegg til de regler som er nevnt over, vil bestemmelser i både markedsførings-, kjøps- og avtaleloven sette rammer for fremgangsmåter ved og innholdet i henvendelser om kjøp og salg av verdipapirer. Det følger av markedsføringsl. § 1 at det i næringsvirksomhet ikke må foretas handling som strider mot god forretningsskikk næringsdrivende imellom eller er urimelig i forhold til forbrukere. Det er videre i næringsvirksomhet satt forbud mot villedende forretningsmetoder og utilstrekkelig

veiledning i framstillinger (enhver form for meddelelser eller utsagn) som er egnet til å påvirke etterspørselen eller tilbudet av varer, tjenester eller andre ytelser, jf. §§ 2 og 3. En handling anses etter loven som foretatt i næringsvirksomhet enten den er foretatt av den næringsdrivende selv, eller av noen som opptrer på hans vegne, jf. § 19.

Markedsføringsloven gjelder kun i næringsvirksomhet og vil ikke gjelde i de tilfelle der privatpersoner leilighetsvis selger verdipapir. Utenfor næringsvirksomhet vil imidlertid avtalelovens regler om ugyldighet og avtalerevisjon, jf. avtl. §§ 30, 33 og 36, og kjøpsrettslige misligholdsregler, jf. kjl. §§ 18 og 19 (1) a og b, kunne komme til anvendelse. Videre vil det alminnelige kontraktsrettslige prinsipp om lojalitet i kontraktsforhold stille krav til en parts opplysnings- og veiledningsplikt overfor medkontrahenten. Ugyldighets- eller misligholdsbeføyelser vil kunne utløses dersom det gis uriktige eller villedende opplysninger, eller dersom viktige omstendigheter er fortiet.

Utvalget viser etter dette til at markedsføringen av verdipapirer er dekket av en rekke lovbestemmelser. Videre vises det til utvalgets første innstilling, NOU 1995:1 s. 81, hvor utvalget i forbindelse med forslaget om å erstatte uttrykket «god meglerskikk» med «god forretningsskikk», uttalte at vphl. § 5 i realiteten rent innholdsmessig er et forbud mot urimelige forretningsmetoder, og at dersom bestemmelsen videreføres bør dette også gå frem av både lovtekst og overskrift. Utvalget legger til grunn at forbudet mot urimelige forretningsmetoder er den praktisk viktigste bestemmelsen, og at dette bør fremgå av overskriften. Selv om kravet til god forretningsskikk dekkes av andre bestemmelser i vphl. og annen lovgivning, er det etter utvalgets syn likevel nødvendig fortsatt å ha et alminnelig krav til forsvarlig og hederlig opptreden som er rettet mot enhver. En slik bestemmelse bør som i dag fremgå av vphl. Når det gjelder utvalgets forslag til krav om god forretningsskikk for verdipapirforetakene, er det spesifisert nærmere hvilke forhold som særlig skal vektlegges for at foretakene så godt som mulig ivaretar kundenes interesser og markedets integritet. Tilsvarende spesifisering er etter utvalgets syn ikke mulig i forhold til en generell standard for god forretningsskikk som retter seg mot enhver.

Kravet til god forretningsskikk ved henvendelser om kjøp, salg og tegning av verdipapirer foreslås på denne bakgrunn videreført. Utvalget legger til grunn at selv om en rekke tilfeller allerede vil være dekket av andre lovbestemmelser, kan det gi et ønsket signal til markedsaktørene at en slik generell bestemmelse blir stående i vphl. Henvendelser om handel i verdipapirmarkedet vil typisk kunne ha et element av invitasjon til spekulasjon, og det er derfor viktig at det ved slike henvendelser ikke benyttes misvisende eller uriktige opplysninger, press eller andre utilbørlige metoder. Det er også en fordel med en slik bestemmelse av tilsynsmessige hensyn, idet den gir grunnlag for etterkontroll. Bestemmelsen gjøres gjeldende for finansielle instrumenter i tråd med utvalgets forslag til ny definisjon. Utover dette foreslår utvalget ingen endringer i ordlyden.

6.3.3 Urimelige forretningsmetoder

Som nevnt under *"Storbritannia"* i punkt 6.2.1 er det i forarbeidene uttalt at man i tillegg til innsideregler fant et særlig behov for regler som forhindrer visse andre utilbørlige forretningsmetoder. Det ble videre påpekt at slike regler i praksis gir et godt grunnlag for både etterkontroll fra myndighetenes side, og for anvendelse av privatrettslige sanksjoner til fordel for en part som måtte være påført tap ved en uakseptabel forretningsmetode.

Forbudet mot urimelige forretningsmetoder kommer til anvendelse uavhengig av hvilke aktører som benytter forretningsmetoden og uavhengig av hvilke verdipa-

pirer det gjelder, herunder om verdipapirene er børsnotert. Forbudet mot urimelige forretningsmetoder vil som i dag i forhold til verdipapirforetakene også dekkes av kravet til god meglerskikk. Det selvstendige forbudet mot urimelige forretningsmetoder vil derfor være særlig praktisk for investorenes handlinger i verdipapirmarkedet, noe som også den foreliggende praksis viser, se *"Urimelige forretningsmetoder"* i punkt 6.1.2.2.

Mens begrepet god forretningsskikk i vphl. § 5 første ledd krever forsvarlig og høy standard, er standarden i § 5 annet ledd utformet som en urimelighetsstandard. Ved vurderingen av hva som er urimelige forretningsmetoder må det tas utgangspunkt i hva som er vanlige forretningsmetoder. Innsidehandel vil være en urimelig forretningsmetode som bidrar til å svekke tilliten til verdipapirmarkedet. Innsidehandel i verdipapirer som er gjenstand for organisert omsetning er riktignok særskilt regulert i egne bestemmelser. Forbudet mot urimelige forretningsmetoder kan imidlertid komme til anvendelse på misbruk av innsideinformasjon ved kjøp/salg av verdipapirer som faller utenfor virkeområdet for vphl. § 6. Videre kan det vises til at et tilfelle der en investor innehar en dobbeltrolle som ikke håndteres på en forsvarlig måte, i praksis er blitt ansett som en urimelig forretningsmetode. I den konkrete saken handlet vedkommende aksjer i et selskap samtidig som han arbeidet med å tilrettelegge en emisjon i selskapet. Markedsmanipulasjon utgjør også en urimelig forretningsmetode som er drøftet spesielt under *"Kursmanipulasjon"* i punkt 6.3.4.

Utvalget legger etter dette til grunn at det er behov for en urimelighetsstandard som vil kunne fange opp de tilfeller av markedsmisbruk som det er vanskelig å presisere som klare typetilfeller samt fange opp eventuelle nye uheldige forretningsmetoder som måtte komme. Utvalget foreslår derfor å videreføre § 5 annet ledd om at ingen må benytte urimelige forretningsmetoder, men slik at bestemmelsen gjøres gjeldende for handel i finansielle instrumenter.

6.3.4 Kursmanipulasjon

6.3.4.1 Innledning

Utvalget har vurdert om det generelle forbudet mot urimelige forretningsmetoder og kravet til god forretningsskikk, bør suppleres og presiseres med en egen bestemmelse om forbud mot kursmanipulasjon. En forutsetning for et effektivt verdipapirmarked er at brukerne har tillit til at handelen skjer til kurser som reflekterer de reelle markedskurser. Kursmanipulasjon kan føre til at kursen på verdipapirene ikke utelukkende gjenspeiler den reelle etterspørsel og tilbud i markedet. Kursmanipulasjon kan derfor føre til at en rekke beslutninger om kjøp og salg av verdipapirer blir fattet på et ufullstendig eller feil grunnlag. Investorene kan i så fall få redusert sin tillit til prisdannelsen i verdipapirmarkedet.

Både kursmanipulasjon og innsidehandel er handlinger som svekker investorenes tillit til verdipapirmarkedets virkemåte. I motsetning til innsidehandel som omfattes av spesialreglene i §§ 6, 6 a og 6 b, er det imidlertid i dag ingen uttrykkelige forbud mot markedsmanipulasjon i vphl.

Kursmanipulasjon vil kunne forekomme i alle markeder og verdipapirer. Generelt er det imidlertid vanskeligere å manipulere kursene i et marked som er likvid og har et stort antall aktører enn det er i et tynt marked. Det norske markedet er relativt sett et lite marked slik at det også er relativt sett lettere å påvirke kursene i dette markedet enn i større markeder, selv om verdipapirene er likvide. I dag dominerer de institusjonelle investorene, som trolig kan påvirke kursene på verdipapirene til også de største selskapene. Enkelte vil derfor hevde at det norske verdipapirmarkedet ikke fungerer like godt som de store utenlandske verdipapirmarkedene. En vesentlig faktor for hvor godt markedet vil fungere er graden av åpenhet i informasjonstilgan-

gen. Bedret informasjonstilgang og informasjonsspredning øker effisiensen i markedet. I effisiente markeder gjenspeiles kun relevant informasjon og det vil derfor være vanskeligere å manipulere prisene. Opplysningspliktregler er viktige fordi slike regler bidrar til å redusere muligheten for kursmanipulasjon. Det vises forøvrig til *"Økonomisk bakgrunn for regulering av verdipapirmarkedene"* i kap. 2 når det gjelder relevante forhold for kursfastsettelsen i verdipapirmarkedet og betydningen av riktige priser.

Lovtekniske og håndhevingstekniske hensyn taler for at kursmanipulasjon reguleres direkte, dvs kommer i tillegg til lovens generalklausuler. Generalklausulene bør forbeholdes adferd som ikke så lett lar seg beskrive utførlig i en lovtekst eller kun skjer sporadisk. Det kan være et problem for håndhevingen av forbudet mot kursmanipulasjon at gjerningsbeskrivelsen ikke er bedre presisert enn «urimelige forretningsmetoder» og «god meglerskikk/god forretningsskikk». Et spesifisert forbud mot kursmanipulasjon, vil i tillegg trolig også kunne ha en preventiv effekt. Når det gjelder strl. § 273 første ledd og § 274 første ledd vises det til at disse bestemmelsene kun rammer markedsmanipulasjon som skyldes spredning av uriktig og villedende informasjon. Videre vises det til at børsregelverkets bestemmelser vedrørende kontroll med kursdannelsen kun kan anvendes overfor børsmedlemmer og børsrepresentanter.

I reguleringen av mange av de utenlandske verdipapirmarkeder finnes det uttrykkelige forbud mot markedsmanipulasjon i verdipapirlovgivningen. Dette er tilfellet i både England og USA, og i Sverige og Danmark foreligger det forslag til slike bestemmelser, se *"God forretningsskikk"* i punkt 6.3.2 og *"Urimelige forretningsmetoder"* i 6.3.3.

På denne bakgrunn vil utvalget foreslå at forbudet mot urimelige forretningsmetoder suppleres og presiseres med et uttrykkelig forbud mot kursmanipulasjon. En slik bestemmelse skal være rettet mot enhver aktør i verdipapirmarkedet og har derfor sin naturlige plass i vphl. Som for innsidereglene foreslår utvalget at forbudet begrenses til børsnoterte finansielle instrumenter. For unoterte finansielle instrumenter vil markedsførings-, avtale- og kjøpsrettslige regler kunne få anvendelse. Som nevnt i *"Lovens formål samt stedlig og saklig virkeområde"* i kap. 3 er det foreslått en definisjon av «regulert marked». Som regulert marked regnes i det norske markedet pr. i dag, børs opprettet i medhold av børsloven. I likhet med det som er lagt til grunn når det gjelder reglene om innsidehandel og meldeplikt for ledende ansatte mv., er det utvalgets syn at forbudet mot kursmanipulasjon bør gjelde også for finansielle instrumenter som omsettes i et annet regulert marked enn børs. Dersom det opprettes slike regulerte markeder i Norge, vil det kunne fastsettes i forskrift at forbudet skal gjelde tilsvarende for finansielle instrumenter som omsettes i disse.

6.3.4.2 Nærmere om anvendelsesområdet

Utvalget har ved utformingen av forbudet lagt vekt på å gi bestemmelsen et nærmere avgrenset anvendelsesområde. En slik avgrensning er vanskelig å foreta. Utvalget har som utgangspunkt for sitt forslag ønsket å ramme de handlinger hvor målet er å uredelig påvirke kursen, hvor kursen ikke ville blitt påvirket dersom det var full åpenhet om handlingen og dens hensikt.

Som nevnt under *"Storbritannia"* i punkt 6.2.1 kan markedsmanipulasjon defineres som enhver aktivitet rettet mot et verdipapirmarked for å kunstig påvirke prisen på verdipapirene. Aktiviteten kan enten bestå i avgivelse av ufullstendig eller villedende informasjon, eller i en handling utført i den hensikt å kunstig påvirke prisen på verdipapirene. De tilfeller hvor en handel gjennomføres til avtalte kurser og

volum, og hvor kjøper og selger selv tar den reelle forretningsmessige risiko knyttet til handelen, skal det i utgangspunktet mye til for å anse transaksjonene som kursmanipulasjon uavhengig av om disse er foretatt til kurser som avviker fra de noterte kursene i markedet. Det kan imidlertid ikke utelukkes at dette vil være kursmanipulasjon.

Nedenfor følger eksempler på typetilfeller av markedsmanipulasjon. Eksemplene er hentet fra det anglo-amerikanske verdipapirmarked. Det er vanskelig å gi en god norsk oversettelse av typetilfellene og utvalget har derfor valgt å benytte den engelske betegnelsen.

Wash sale. Dette er en transaksjon som meldes til markedet men som ikke innebærer en reell endring i eierskapet . Transaksjonen er fiktiv. Kjøper pådrar seg ingen reelle finansielle forpliktelser overfor selger. Målet med slike transaksjoner er å gi et misvisende uttrykk for aktiv handel i verdipapirene.

Matched order. Denne type transaksjoner kjennetegnes ved at det legges inn kjøps- eller salgsordre, samtidig som ordregiver har kunnskap om eller vet at en motsvarende ordre er lagt inn eller vil bli lagt inn på samme tid og til samme volum og pris. I disse tilfellene handler ordregiver enten med seg selv eller med noen han opptrer i forståelse med. Formålet med denne type transaksjoner er også ofte å gi et misvisende inntrykk av aktiv handel.

Pool. Dette er en ordning som innebærer en avtale mellom fler som opptrer i en gruppe for å koordinere kjøp og salg av verdipapiret. En «bear pool» er en sammenslutning som har som formål å foreta shortsalg for så å kjøpe tilbake verdipapiret til lavere priser. I en «bull pool» vil deltakerne først kjøpe verdipapiret for så å selge dem til en høyere pris.

Market rigging. Under denne formen for markedsmanipulasjon faller bedrageri og tilfeller av rettsstridig adferd som f. eks. spredning av falske rykter.

Corner. Et typisk tilfelle av denne type markedsmanipulasjon består i at en stor enkeltinvestor eller en gruppe av investorer søker å oppnå kontroll med tilbudet av et verdipapir. Dersom slik kontroll oppnås kan en slik gruppe tvinge investorer som er short i verdipapiret til å stenge sine posisjoner til urimelig høye priser.

Det kan foreligge ulike motiv bak de forskjellige typene av kursmanipulasjon. Ved planer om fusjon av to eller flere selskaper kan f.eks. motivet for kursmanipulasjon være å påvirke bytteforholdet ved fusjonen. Tilsvarende kan det i forbindelse med emisjonsplaner oppstå en situasjon der de eksisterende aksjonærer i selskapet ønsker å påvirke kursen for å holde den noterte kursen over emisjonskursen, eller for å kunne fastsette en høyere emisjonskurs.

I tillegg til et mål om å påvirke kursene direkte for å oppnå en gevinst eller begrense et tap, har det som nevnt forekommet tilfeller der forvaltningsselskap for verdipapirfond har manipulert kurser for å bedre regnskapet til verdipapirfondene. Forvaltningsselskapene kan, i motsetning til andre institusjonelle investorer, verdsette verdipapirporteføljen i verdipapirfondene til markedsverdi. For andre institusjonelle investorer, foretak mv. gjelder laveste verdis prinsipp, som innebærer at urealiserte gevinster ikke kan tas til inntekt i resultatregnskapet, mens urealiserte tap må kostnadsføres umiddelbart. Regnskapet gir viktig informasjon om et selskaps økonomiske utvikling og status. Det er derfor spesielt uheldig dersom den informasjon som fremkommer i regnskapet ikke gir et riktig bilde av selskapets situasjon og utvikling. Denne type kursmanipulering vil også kunne påvirke resultatregnskapet til andre institusjonelle investorer. Slike sammenhenger bidrar også til å begrunne et uttrykkelig forbud mot kursmanipulasjon. Dersom regnskapet til fondet ikke gir et riktig bilde av de reelle verdiene i fondet, vil dette kunne medføre at fondets midler ikke fordeles riktig. De som kjøper andeler på bakgrunn av et slikt regnskap vil

betale mer enn de skal. Tilsvarende vil de som på samme tidspunkt går ut av fondet motta mer enn det reellt er grunnlag for.

Et forbud mot kursmanipulasjon bør rette seg mot handlinger som har til hensikt å påvirke kursen. Det vil imidlertid forekomme tilfeller der en handling er foretatt med en slik hensikt, men som likevel ikke bør rammes av forbudet. Dette gjelder bl.a. såkalte kursstabiliserende ordninger. Det er internasjonalt anerkjent at det kan være et behov for å stabilisere kursen både i forkant og i etterkant av en emisjon. Markedet er følsomt i disse kritiske fasene, og kursen kan variere i større grad enn de fundamentale selskapsforhold skulle tilsi. Store kursvariasjoner nært opptil emisjonstidspunktet kan virke uheldig, og derfor bidra til å redusere antallet investorer som ønsker å delta i emisjonen. Kursstabiliserende ordninger sikter mot å stabilisere kursen i en kritisk fase og på forhånd berolige potensielle investorer som ellers ville kunne avholde seg fra å delta. Det vil derfor normalt være både i selskapets og investorenes interesse at kursen holdes stabil en kort periode i tilknytning til emisjonen.

Kursstabiliseringen må imidlertid gjøres kjent for å hindre at markedet villedes. Utvalget viser til at det blant annet i England stilles strenge krav til offentliggjørelse og åpenhet rundt kursstabiliserende ordninger. Utvalget legger til grunn at forutsetningen for at en slik ordning skal kunne aksepteres er at ordningen er satt i system med klare regler for gjennomføringen. Det vises til at Oslo Børs i enkelte tilfelle har godkjent kursstabiliserende ordninger under forutsetning av at disse praktiseres på en tilfredsstillende måte både når det gjelder formål, informasjon, omfang og periode, se *"Børsl. § 4-5 og børsforskriften"* i punkt 6.1.4.

Det er knyttet en rekke problemer til grensedragningen mellom lovlig og ulovlig kursmanipulasjon. Et av de største problemene er at bak en transaksjon kan det foreligge ulike motiver som ikke lett lar seg avdekke. Ofte vil det kun være selve handlingen som gir indikasjoner på om det finner sted ulovlig kursmanipulasjon. Et slikt handlingsmønster kan imidlertid også dekke helt legitim markedsadferd og/eller være et resultat av tilfeldigheter.

For eksempel kan en langsiktig investor som har stor tro på et selskap, velge å kjøpe seg gradvis opp i selskapet. En slik adferd/handlingsmønster kan føre til at kursen på aksjen i selskapet øker mer enn de underliggende økonomiske forhold skulle tilsi, uten at investoren hadde dette til hensikt. Dersom investoren får et uforutsett likviditetsbehov eller at han mottar negativ informasjon om selskapet, kan han måtte, eller ønske, å redusere sitt aksjeinnehav. Dersom investoren selger seg ut på en høyere kurs vil han få fortjeneste selv om han ikke aktivt har forsøkt å manipulere kurser. Det er ikke grunn til å forby slik adferd.

Et annet eksempel er det tilfellet der aksjonærer i et selskap som skal foreta en emisjon, kjøper store, eller mange, poster aksjer i selskapet. Dersom kursen stiger vil det kunne fastsettes en høyere emisjonskurs. Foretas det fiktive transaksjoner bør dette rammes. Ved reelle transaksjoner vil det imidlertid oppstå vanskelige grensespørsmål. Dersom kursen etter en emisjon forblir på et høyt nivå, kan det tyde på at kursen i utgangspunktet var lavere enn de underliggende økonomiske forhold skulle tilsi. Kjøpene har således drevet prisen i «riktig» retning. Faller kursen tilbake til sitt opprinnelige nivå etter emisjonen, vil det måtte antas at den høyere kursen ikke representerte den «riktige» kursen. Tilsvarende kan reelle kjøp forut for en fusjon være motivert ut fra et ønske om å påvirke bytteforholdet, men de kan også ha legitime motiv.

Det er etter dette utvalgets syn at et forbud må utformes slik at det ikke skapes for stor usikkerhet for markedsaktørene med hensyn til hvilken adferd som er akseptabel og hvilken som ikke er det. Utvalget foreslår derfor at kun uredelig kursmanipulasjon rammes, og vil i tillegg ta inn i lovteksten eksempler på enkelte handlemå-

ter/teknikker som typisk vil være å anse som uredelige. Generelt legger utvalget til grunn at retningslinjene for hva som skal anses som uredelig må bygge på om full åpenhet rundt en transaksjon, ville medført en annen kursutvikling enn den som faktisk ble oppnådd. I relasjon til eksemplene over, vises det til at kurspåvirkningen ikke kan anses uredelig dersom det er gjort klart for markedet at handelen er foretatt utfra forventninger om f.eks. fusjon eller emisjon. Det vises forøvrig til det som er sagt foran om tilfeller av godkjente kursstabilserende ordninger. Det typiske ved slike ordninger er at markedet er informert. Det vises til Oslo Børs uttalelser i tilknytning til kursstabilisering, se *"Børsl. § 4-5 og børsforskriften"* i punkt 6.1.4. Ved vurderingen av om noen uredelig har påvirket kursen, må det etter dette legges vekt på om den samme kurspåvirkning ville kunne oppnås dersom det var full åpenhet om handlingen, eller motivet bak var offentlig kjent.

Utvalget finner det klart at fiktive handler som f.eks. har som mål å gi et misvisende inntrykk av likviditet i verdipapiret, og dermed påvirke kursen på verdipapiret, vil være eksempel på uredelig kurspåvirkning. Utvalget foreslår at et forbud mot å inngå slike fiktive avtaler tas inn i lovteksten, som et eksempel på forbudt kursmanipulering.

Utvalget foreslår at også spredning av villedende og uriktige opplysninger for å påvirke kursen på et verdipapir tas inn i loven som eksempel på uredelig kursmanipulasjon. For verdipapirer som omsettes i et regulert marked vil bestemmelsen være overlappende med strfl. §§ 273 og 274. Utvalget anser det imidlertid hensiktsmessig at de regler som skal gjelde i disse tilfelle, fremgår samlet av vphl. Dette vil være til veiledning for aktørene i markedet.

Det kan være vanskelig å føre bevis i saker om kursmanipulasjon, da det i noen grad vil være nødvendig å gå inn på markedsaktørenes motiver og sannsynliggjøre at de enkelte transaksjoner inngår i en strategi som må anses uredelig. Vanskelige bevisspørsmål er imidlertid ikke særskilt for saker om kursmanipulasjon, men forekommer ofte i saker om økonomisk kriminalitet. Uansett vil et utrykkelig forbud kunne fange opp de klare tilfeller av kursmanipulasjon, og det må også antas at en slik bestemmelse vil ha preventiv effekt.

Som nevnt under *"Innledning"* i punkt 6.3.4.1 foreslår utvalget at forbudet mot kursmanipulasjon, på samme måte som forbudet mot innsidehandel, begrenses til *børsnoterte* finansielle instrumenter. Påvirkning av kursen på opsjoner eller andre rettigheter vil ikke omfattes av bestemmelsen med mindre opsjonene eller rettighetene er børsnoterte. Dette gjelder uavhengig av om de underliggende finansielle instrumentene er børsnoterte. Utvalget viser i denne forbindelse til at selv om ikke unoterte derivater omfattes, vil bruk av slike for å manipulere kursen på de underliggende noterte finansielle instrumenter kunne være en metode som rammes av forbudet.

6.3.5 Stedlig virkeområde

Forbudet mot uredelig kursmanipulasjon skal sikre tilliten til kursdannelsen i det norske verdipapirmarkedet. Det er prisdannelsen på finansielle instrumenter børsnotert i Norge som skal beskyttes, og forbudet må derfor komme til anvendelse uavhengig av hvor handelen foretas og uavhengig av om utsteder, investor eller verdipapirforetaket er utenlandske.

Bestemmelsen om forbud mot urimelige forretningsmetoder og krav til god forretningsskikk skal ivareta hensynet til en ordnet verdipapirhandel generelt og er ikke begrenset til omsetning av børsnoterte finansielle instrumenter.

Også disse bestemmelsene vil imidlertid rette seg mot handel i det norske verdipapirmarkedet, jf. nærmere drøftelse i *"Lovens formål samt stedlig og saklig virkeområde"* i kap. 3.

6.3.6 Straff

Overtredelse av Vphl. § 5 kan straffes med bøter eller fengsel i inntil ett år, jf. § 62 annet ledd nr. 1. Utvalget foreslår å videreføre denne strafferammen forsåvidt gjelder forbudet mot urimelige forretningsmetoder og kravet til god forretningsskikk. Det vises imidlertid til utvalgets drøftelse i *"Straff"* i punkt 12.2.3.2 vedrørende kravet til god forretningsskikk rettet mot verdipapirforetakene. I samsvar med det som foreslås der, legger utvalget til grunn at kun grove eller gjentatte overtredelser skal være straffebelagt.

Når det gjelder forbudet mot kursmanipulasjon vises det til at strafferammen for innsidehandel er 6 års fengsel. Det kan være detaljer i de faktiske forhold som avgjør om vedkommende gjør seg skyldig i kursmanipulasjon, innsidehandel eller begge forhold. Dette kan tale for at strafferammen bør være den samme for overtredelse av forbudet mot kursmanipulasjon, som den som gjelder for overtredelser av forbudet mot innsidehandel. På den annen side har vi i Norge i dag liten erfaring med den type adferd som ligger til grunn for den foreslåtte bestemmelse om kursmanipulasjon. Inntil det er etablert en viss praksis med hensyn til hvilke forhold som vil rammes av bestemmelsen, legger utvalget derfor til grunn at det ikke bør fastsettes en strafferamme på 6 år slik som for innsidehandel. Det vises i denne forbindelse til at det ved fastsettelsen av innsidereglene også ble vist en viss tilbakeholdenhet med hensyn til strafferammen, som den gang ble satt til ett år. Etter en skjønnsmessig vurdering foreslår utvalget en strafferamme på 3 år for overtredelse av forbudet mot kursmanipulasjon. Dette innebærer en betydelig skjerpelse i forhold til dagens regler, idet tilsvarende forhold i dag straffes med inntil 1 års fengsel som overtredelse av vphl. § 5 annet ledd om urimelige forretningsmetoder.

KAPITTEL 7

Flaggingsplikt (meldeplikt ved erverv og avhendelse av større aksjeposter og rettigheter til slike)

7.1 GJELDENDE RETT

7.1.1 Innledning

Regler om flaggingsplikt ved erverv og avhendelse av større aksjeposter fremgår av vphl. § 8A. Det er i tillegg gitt forskrift 5. oktober 1989 nr. 1091 om flagging ved erverv av rettigheter til aksjer (opsjoner og konvertible obligasjoner mv.)

Reglene om flagging gjelder aksjer eller rettigheter til aksjer i selskap hvis aksjer noteres på børs.

Vphl. § 8A ble tatt inn i loven ved endringslov 4. desember 1992. Flaggingsbestemmelsen fremgikk tidligere av aksjeloven § 3-9. I forbindelse med at bestemmelsen ble flyttet til vphl. ble det foretatt enkelte endringer på bakgrunn av Rdir. 88/627 om opplysninger som skal offentliggjøres ved erverv eller avhendelse av en betydelig eierandel i et børsnotert selskap. Direktivet er en del av EØS-avtalen.

Bakgrunnen for innføring av flaggingsreglene var i sin tid at det hadde forekommet en del tilfeller hvor enkeltpersoner eller grupper hadde foretatt, eller forsøkt å foreta, skjulte oppkjøp av større aksjeposter i norske selskaper. I Ot.prp. nr. 72 (1984-85) uttaler Justisdepartementet i denne sammenheng:

> «Forslaget har til formål å sikre at selskapet og aksjemarkedet straks blir gjort kjent med oppkjøp som endrer eierstrukturen i selskapene.»

I fortalen til Rdir. 88/627 er det vist til at felles regler om meldeplikt bl.a. er fastsatt ut fra følgende betraktninger:

> «En politikk på verdipapir-området som tar sikte på at investorene skal gis fyllestgjørende informasjon, er egnet til å gi investorene bedre vern, å øke investorenes tillit til verdipapirmarkedene og på denne måten sikre at markedet fungerer som det skal.
>
> Ved at vernet av investorene gjøres mer ensartet, kan en samordning av denne politikk innenfor Fellesskapet fremme en sterkere integrasjon av medlemsstatenes verdipapirmarkeder og slik bidra til opprettelsen av et reelt europeisk kapitalmarked.
>
> For dette formål bør investorene få informasjon om betydelige eierandeler og om endringer i disse andeler i de selskaper i Fellesskapet hvis aksjer er opptatt til offisiell notering på en fondsbørs som er beliggende eller utøver virksomhet i Fellesskapet.»

7.1.2 Flaggingsplikt ved erverv av aksjer

Fører et aksjeerverv til at erververens andel av aksjer når opp til eller passerer 10, 25, 50 eller 75 prosent av aksjekapitalen, eller av aksjer som representerer en tilsvarende andel av stemmene, i et selskap hvis aksjer noteres på børs, skal erververen straks melde ervervet til selskapet og til børsen, jf. vphl. § 8A første ledd. Tilsvarende meldeplikt har den som ved avhendelse endrer sin andel av aksjekapitalen eller stemmene slik at andelen reduseres til eller passerer prosentsatsene som nevnt.

Oslo Børs har lagt til grunn at kravet om «erverv» eller «avhendelse» medfører f.eks. at økning i aksjeinnehav som følge av nedskrivning av aksjekapitalen, ikke

omfattes av flaggingsplikten. Det samme gjelder bl.a. redusert eier-/stemmeandel som følge av rettede emisjoner mot andre aksjonærer/investorer.

Flaggingsplikten påligger erververen eller avhenderen av aksjene uavhengig av om vedkommende aksjonær er norsk eller utenlandsk og uavhengig av bosted (domicil). I tilfeller der en aksjonær har satt bort forvaltningen av sin aksjeportefølje f.eks. til et verdipapirforetak, har Oslo Børs lagt til grunn at det vil avhenge av den konkrete forvaltningsavtale om meldeplikten påhviler aksjonæren eller forvalteren.

Det følger av vphl. § 8A tredje punktum at «Like med erververens eller avhenderens egne aksjer, regnes aksjer som eies, eller i tilfelle erverves eller avhendes av:

a) vedkommendes ektefelle, mindreårige barn eller en person som vedkommende lever sammen med,
b) selskap hvor vedkommende har slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-2, eller
c) noen som vedkommende handler etter avtale med eller for øvrig opptrer i forståelse med.»

Konsolideringsbestemmelsen i pkt. (b) er bl.a. aktuell i finanskonsern der konsernets samlede aksjeinnehav kan være fordelt på f.eks. et skadeforsikringsselskap, en bank og et investeringsselskap. Konsolideringsbestemmelsen i pkt. (c) er i praksis benyttet overfor forvaltningsselskaper for verdipapirfond som forvalter flere fond. Oslo Børs har lagt til grunn at forvaltningsselskapet må gi melding dersom fondenes samlede aksjeinnehav overstiger meldepliktsgrensene. Børsen har for øvrig antatt at konsolidering etter pkt. (c) vil kunne oppstå i forbindelse med forvaltning av aksjer. Eksempelvis er det vist til tilfeller der en forvalter har fått fullmakt til å erverve/avhende aksjer for flere aksjonærer, eller fullmakt fra flere aksjonærer til å møte og avgi stemmene på selskapets generalforsamling.

Melding til selskapet og børsen skal gis straks. Dersom ervervet eller avhendelsen er foretatt etter børsstengning har børsen i praksis godtatt at melding gis innen børsåpning neste dag.

Meldingen skal i henhold til Oslo Børs' praksis omfatte opplysninger om:

–tidspunkt for erverv/avhendelse
–om det er foretatt erverv eller avhendelse
–hvilke type verdipapir meldingen gjelder
–hvilke aksjeinnehav som innehas etter ervervet/avhendelsen.

Den som forsettelig eller uaktsomt unnlater å anmelde erverv eller avhendelse av aksjer, eller gi opplysninger i samsvar med § 8A med tilhørende forskrifter, straffes med bøter, jf. vph. § 62 tredje ledd. Oslo Børs har i et mindre antall tilfeller oversendt saker vedrørende overtredelse av flaggingsplikten, til påtalemyndigheten. I de aktuelle sakene har det vært lagt vekt på at det har foreligget gjentatte og alvorlige brudd på flaggingsplikten. Som alvorlig brudd regnes f.eks. tilfeller der bruddet foretas bevisst for ikke å synliggjøre et oppkjøp.

7.1.3 Flaggingsplikt ved erverv av rettigheter til aksjer

Med hjemmel i (vphl. § 8A annet ledd, tidligere aksjeloven § 3-9) har Finansdepartementet 5. oktober 1989 fastsatt forskrift nr. 1091 om flagging ved erverv av rettigheter til aksjer (opsjoner og konvertible obligasjoner mv.). Det ble foretatt enkelte tekniske endringer i forskriften 23. februar 1994 som følge av de ovenfor nevnte endringer i vphl. § 8A.

Erverv og avhendelse av rettigheter til aksjer skal straks meldes til børsen og selskapet etter samme regler som vphl. § 8A inneholder om melding av erverv eller

avhendelse av aksjer, jf. forskriften § 1 første ledd. Som aksjer regnes etter forskriften § 2, børsnoterte aksjer og ikke børsnoterte aksjer utstedt av selskap med børsnoterte aksjer. Med rettigheter til aksjer menes:

a)alle opsjoner til aksjer;
b)konvertible obligasjoner og annen rett til å kreve utstedt aksjer som nevnt i aksjeloven § 5-1;
c)tegningsrettighet;
d)panterett eller annen sikkerhet i aksjer;
e)avtalt løsningsrett, forkjøpsrett eller annen rett knyttet til aksjer som utløses ved erverv, avhendelse eller konvertering av aksjer;
f)annen avtalt begrensning i en aksjeeiers rådighet over aksjer eller utøvelse av sine rettigheter som aksjonær, dog ikke avtale om å skille retten til utbytte fra eierretten.»

Den som i forbindelse med en annens erverv av aksjer gir kursgaranti eller på annen måte påtar seg risiko for verdier av aksjer, anses også å ha rettighet til aksjer, jf. forskriften § 2 fjerde ledd.

Oslo Børs har antatt at avhendelse eller erverv av salgsopsjoner ikke medfører flaggingsplikt. Flaggingsplikt ved erverv av tegningsretter er antatt å være aktuelt når det erverves rettigheter utover det den enkelte aksjonær mottar som følge av den ordinære fortrinnsrett ved kapitalforhøyelser, idet det er først da den relative fordeling mellom aksjonærene endres.

Utgangspunktet er som nevnt at det foreligger flaggingsplikt ved erverv av rettigheter til henholdsvis 10, 25, 50 eller 75 pst. av aksjekapitalen eller av aksjer som representerer en tilsvarende andel av stemmene i selskapet. Tilsvarende gjelder ved avhendelse av rettigheter som medfører at de nevnte grenser passeres. I forskriften § 1 annet ledd er det dessuten presisert at rettigheter til aksjer skal ses i sammenheng med eie av aksjer i relasjon til flaggingsplikten. Det fremgår av bestemmelsen at flaggingsplikt således foreligger ved erverv av aksjer eller rettighet til aksjer når erververen etter ervervet, eier aksjer og rettigheter til aksjer som tilsammen representerer mer enn de andeler som er nevnt i vphl. § 8A.

Ved avgjørelsen av om en finansinstitusjon har flaggingsplikt skal det ikke tas hensyn til erverv eller avhendelse av panterett eller annen sikkerhet i aksjer for lån eller kreditt til kunder, jf. forskriften § 1 tredje ledd. Begrensningen gjelder imidlertid ikke dersom sikkerheten fra en enkelt kunde omfatter aksjer som tilsammen representerer mer enn fem prosent av aksjekapitalen eller stemmene i selskapet. Dette innebærer at det ikke skal foretas noen identifikasjon mellom finansinstitusjonens ulike kunder, med mindre sikkerheten fra den enkelte kunde omfatter aksjer som overstiger den nevnte grense.

7.2 UTENLANDSK RETT

7.2.1 EØS-rett

Rdir. 88/627 om opplysninger som skal offentliggjøres ved erverv eller avhendelse av en betydelig eierandel i et børsnotert selskap, er en del av EØS-avtalen. Det følger av direktivet at erverv av eierandeler i børsnoterte selskaper som medfører at erververen blir innehaver av 10 pst., 20 pst., 1/3, 50 pst. og 2/3 av stemmeretten i selskapet, skal meldes til selskapet og til vedkommende tilsynsmyndigheter. Grensene på 20 pst. og 1/3 kan erstattes av en grense på 25 pst. Grensen på 2/3 kan erstattes av en grense på 75 pst. Meldeplikten gjelder tilsvarende ved salg som gjør at aksjonæren kommer under de nevnte grenser.

Melding skal gis innen syv kalenderdager etter transaksjonen. Direktivet inneholder bestemmelser om at stemmerettigheter som innehas av nærmere angitte personer og rettssubjekter skal likestilles med den aktuelle erververs eller avhenders stemmerettigheter ved vurderingen av om det foreligger meldeplikt.

Selskapet eller myndighetene som mottar meldingen skal offentliggjøre denne i hver av medlemsstatene der selskapets aksjer er børsnotert innen ni kalenderdager etter at meldingen er mottatt. Myndighetene kan gjøre unntak fra plikten til offentliggjøring når de anser at spredning av de aktuelle opplysninger er i strid med offentlighetens interesse eller til alvorlig skade for de berørte selskaper. I sistnevnte tilfelle er det en forutsetning at unnlatelse av offentliggjøring ikke kan virke villedende på offentligheten med hensyn til realiteter og omstendigheter som er av betydning for verdipapirene det gjelder.

Medlemsstatene kan fastsette strengere plikter enn de som følger av direktivet, forutsatt at slike plikter gjelder generelt for alle erververe eller avhendere og for alle selskaper eller for samtlige erververe eller avhendere i selskaper innenfor en bestemt kategori.

7.2.2 Storbritannia

Companies Act 1985 har regler om «disclosure of interest in shares» i part VI. Det følger av paragraf 198 første ledd at:

> «Where a person either-
> a)to his knowledge acquires an interest in shares comprised in a public company's relevant share capital or ceases to be interested in shares so comprised (wether or not retaining an interest in other shares so comprised), or
> b)becomes aware that he has acquired an interest in shares so comprised or that he has ceased to be interested in shares so comprised in which he was previosly interested,
>
> then in certain circumstances he comes under an obligation («the obligation of disclosure») to make notification to the company (with respect to his interest, if any), in its shares.»

Det følger av paragraf 199 annet ledd at:

> «Where a person is interested in shares comprised in relevant share capital, then-
> a)if in some or all of those shares he has interests which are material interests, he has a notifiable interest at any time when the aggregate nominal value of the shares in which those material interests subsist is equal to or more than 3 per cent of the nominal value of that share capital; and
> b)he has a notifiable interest at any time when, not having such an interest by virtue of paragraph (a), the aggregate nominal value of the shares in which he has interests (whether or not including material interests) is equal to or more than 10 per cent of the nominal value of the relevant share capital.»

Melding til selskapet skal etter paragraf 202 gis innen to dager etter at meldeplikten inntrådte. Det følger av The Listing Rules for London Stock Exchange kap. 9 at de børsnoterte selskapene umiddelbart etter å ha mottatt meldingen skal gi tilsvarende melding til børsen.

7.2.3 Sverige

Det følger av den svenske «lag om handel med finansielle instrument» at melding om erverv og avhendelse av aksjer i selskap med børsnoterte aksjer skal gis der innehaveren av aksjene oppnår eller faller under 10 pst., 20 pst., 33 1/3 pst., 50 pst. og 66 2/3 pst. av stemmerettighetene. Melding skal i samsvar med Rdir. 88/627 gis til selskapet og den børs aksjene er notert på, innen syv dager etter transaksjonen. Meldingen skal offentliggjøres i samsvar med direktivet. Det er åpnet for unntak fra kravet til offentliggjøring i tilsvarende tilfeller som nevnt i direktivet, dvs. bl.a. der offentliggjøring vil stride mot almenne interesser.

7.2.4 Danmark

Regler om meldeplikt i samsvar med EU-direktivene, fremgår i dag av dansk selskapslovgivning. I den danske betenkningen Børsreform II avgitt av Ervervsministeriet, er reglene foreslått flyttet til verdipapirhandelloven.

Melding etter de regler som foreslås i Børsreform II, skal gis når en aksjonær besitter minst 5 pst. av stemmene i selskapet eller aksjer hvis pålydende verdi utgjør minst 5 pst. av aksjekapitalen, eller når endringer i en meldt besittelse medfører at grenser på 5 pst.'s mellomrom fra 10 til 100 pst. samt grenser på 1/3 eller 2/3 av stemmene eller pålydende verdi nås eller ikke lenger er nådd. Melding skal etter forslaget straks gis til børsen og selskapet. Børsen skal innberette opplysningene til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen.

Erhvervs- og Selskabsstyrelsen skal etter forslaget kunne fastsette nærmere regler om meldeplikten.

7.3 UTVALGETS VURDERINGER

7.3.1 Flaggingspliktens omfang

7.3.1.1 Virkeområde

Utvalget legger til grunn at reglene om flagging ved erverv og avhendelse av en viss andel børsnoterte aksjer skal videreføres. Som nevnt i *"Lovens formål samt stedlig og saklig virkeområde"* i kapittel 3, er det foreslått en definisjon av «regulert marked». Som regulert marked regnes i det norske markedet pr. i dag, børs opprettet i medhold av børsloven. I likhet med det som er lagt til grunn når det gjelder reglene om innsidehandel, kursmanipulasjon og meldeplikt for ledende ansatte mv., er det utvalgets syn at flaggingsplikten bør gjelde også for aksjer som omsettes i annet regulert marked enn børs. Dersom det opprettes slike regulerte markeder i Norge, vil det kunne fastsettes i forskrift at flaggingsreglene skal gjelde tilsvarende for aksjer som omsettes i disse.

Gjeldende flaggingspliktbestemmelse er knyttet til aksjer i *selskap hvis aksjer noteres på børs.* Etter utvalgets syn bør det foretas en presisering av hva som i denne sammenheng regnes som børs.

Det følger av Rdir. 88/627 art. 1 at medlemsstatene skal anvende direktivet på eierandeler i «selskap som er underlagt medlemsstatenes lovgivning, og hvis aksjer er offisielt notert på én eller flere fondsbørser som er beliggende eller utøver virksomhet i én eller flere medlemsstater». Det følger videre av art. 13 at i henhold til direktivet «skal vedkommende myndigheter være myndighetene i den medlemsstat hvis lovgivning gjelder for selskapene nevnt i artikkel 1 nr. 1».

Ettersom flaggingsreglene skal ivareta behovet for informasjon til det marked aksjene omsettes i, legger utvalget til grunn at reglene skal gjelde for aksjer som er notert på norsk børs. Dette uavhengig av om aksjene også er notert på utenlandsk

børs. Reglene vil dermed komme til anvendelse på norske og utenlandske selskaper med aksjer notert på norsk børs. Flaggingsreglene vil omfatte alle aksjonærene i selskapet uavhengig av nasjonalitet, bosted, eller i hvilket marked den flaggingspliktige transaksjonen foretas.

Dersom aksjene er børsnotert både i Norge og i annen EØS-stat, vil melding iht. Rdir. 88/627 måtte gis til alle de aktuelle børsene. Aksjonærene vil da måtte påse at melding gis i samsvar med de konkrete regler som er fastsatt i den aktuelle EØS-stat. Utvalget er oppmerksom på at dette kan skape problemer avhengig av hvor mange børser aksjene er notert på. Utvalget kan imidlertid vanskelig se at det er praktisk mulig å legge en annen løsning til grunn. Det antas dessuten at børsene i samarbeid vil finne fram til praktiske løsninger i slike situasjoner. Utvalget antar også at det vil kunne finne sted en ytterligere harmonisering innen EØS-området på dette punktet.

Utvalget antar at flaggingsreglene ikke skal omfatte aksjer i norske selskaper som kun er børsnotert i annen EØS-stat. I slike tilfeller bør hensynet til investorene og markedet anses ivaretatt ved at melding om erverv og avhendelse av større aksjeposter må gis det aktuelle markedet i henhold til regelverket i det land markedet er regulert. Norske investorer som har handlet aksjer i utenlandske markeder må kunne forventes å holde seg orientert om den informasjon som gis i det aktuelle markedet.

Vurderingen av anvendelsesområdet for flaggingsreglene, kan stille seg noe annerledes der aksjer i et norsk selskap kun er omsatt i marked beliggende utenfor EØS-området. I slike tilfeller vil det ikke nødvendigvis være fastsatt flaggingsregler i den aktuelle staten. Norske investorer vil derfor ikke være sikret tilsvarende opplysninger i det utenlandske markedet, som det de får i markeder etablert i EØS-stater. Etter utvalgets syn kan imidlertid ikke hensynet til det marked aksjene omsettes i, begrunne at norske regler gis anvendelse i slike tilfeller. Det foreslås derfor ingen særlig bestemmelse om at det norske regelverket skal gis anvendelse på aksjer i norske selskaper som kun er børsnotert i utlandet.

Utvalget nevner forøvrig at det følger av Rdir. 88/627 art. 1 nr. 2 at «når erverv eller avhendelse av en betydelig eierandel som nevnt i nr. 1 skjer ved bevis for aksjer, skal dette direktiv gjelde aksjebevisenes ihendehaver og ikke dets utsteder». Utvalget legger til grunn at innehaver av depotbevis børsnotert i utlandet skal gi melding til norsk børs dersom aksjene er notert her. Det vises også til det som er sagt om erverv og avhendelse av rettigheter til aksjer, jf. *"Erverv og avhendelse av rettigheter til aksjer"* i punkt 7.3.1.3 under.

7.3.1.2 Erverv og avhendelse av eierandeler

Flaggingsplikt etter vphl. § 8A inntrer ved *aksjeerverv* eller ved *avhendelse* som medfører at erververens/avhenderens andel av aksjekapitalen eller av aksjer som representerer en tilsvarende andel av stemmene i selskapet, passerer visse fastsatte prosentsatser. Utvalget legger til grunn at enhver ervervsform bør omfattes av flaggingsplikten, herunder erverv som ikke skjer mot vederlag. Det vises i denne sammenheng til Rdir. 88/627 art. 2 der det er fastsatt at «i dette direktiv menes med»erverv av eierandel«ikke bare kjøp av en andel, men også hvilken som helst annen form for erverv av en andel, herunder erverv av en eierandel i ett av tilfellene nevnt i artikkel 7». I samsvar med det som synes lagt til grunn i direktivet, er utvalgets syn at endringer i aksjonærsstrukturen vil være av interesse for verdipapirmarkedet uavhengig av om endringene skyldes ordinært kjøp eller erverv i form av arv eller gave, eller f.eks. gjennom fusjon. Tilsvarende gjelder ved avhendelse. Avhendelse bør omfattes av flaggingsplikten uavhengig av om avhendelse skjer som ordinært salg, eller om det skjer ved f.eks. arv- eller gavedisposisjoner. Utvalget viser

forøvrig til at flaggingsplikten ikke kan anses særlig tyngende, idet den kun gir plikt til å melde fra til børsen. Når det gjelder f.eks. reglene om tilbudsplikt, vil spørsmålet om hvilke erverv som skal medføre plikter etter dette regelverket, kunne stille seg annerledes. Utvalget viser til drøftelsene i *"Tilbudsplikt og regler om frivillige tilbud"* i kapittel 9 om tilbudsplikt.

Vphl. § 8A omfatter ikke grunnfondsbevis, jf. forskrift 19. oktober 1990 nr. 810 om grunnfondsbevis i kredittforeninger, forskrift nr. 809 av samme dato om grunnfondsbevis i sparebanker og forskrift nr. 811 av samme dato om grunnfondsbevis i gjensidige forsikringsselskaper. Forskriften om grunnfondsbevis i sparebanker ble endret 19. april 1995. Endringene hadde som formål å gjøre grunnfondsbevis i sparebanker mer like aksjer i forretningsbanker, sett fra investors side. Det ble bl.a. foretatt endringer i reglene om fondsavsetninger. Etter endringen skal grunnfondskapitalen, overkursfondet og utjevningsfondet tilfalle grunnfondsbeviseierne ved eventuell avvikling av banken, forutsatt at alle kreditorer har fått fullt oppgjør.

Grunnfondsbeviseierenes innflytelse i selskapet vil i hovedsak avhenge av hva som er bestemt i selskapets vedtekter med hensyn til representasjonsrett i generalforsamlingen. I alle de nevnte forskrifter om grunnfondsbevis er det imidlertid bestemt at eierbegrensningsreglene i finansieringsvirksomhetsloven § 2-2 kommer til anvendelse. Som hovedregel kan dermed ingen eie mer enn 10 pst. av grunnfondsbevisene i et selskap. Utvalget antar på denne bakgrunn at det ikke er behov for å gjøre flaggingsreglene gjeldende for grunnfondsbevis. Det foreslås derfor en videreføring av gjeldende rett på dette punktet.

7.3.1.3 Erverv og avhendelse av rettigheter til aksjer

Plikt til å gi melding om erverv eller avhendelse av rettigheter til aksjer fremgår i dag av forskrift. Etter utvalgets syn bør tilsvarende, men noe mer begrensede bestemmelser tas inn i loven.

Gjeldende forskrift går lenger enn Rdir. 88/627 når det gjelder å fastsette flaggingsplikt ved rettigheter til aksjer. Etter det utvalget er kjent med, stilte de berørte instanser seg i all hovedsak positive til at det også skal gis melding om erverv og avhendelse av rettigheter til aksjer, da forslag til gjeldende forskrift var på høring. Høringsforslaget bygget på at følgende rettigheter skulle meldes:

–standardiserte opsjoner
–konvertible obligasjoner og andre konverteringsretter
–tegningsretter og annen avtale om erverv eller konvertering av aksjer eller av rettigheter til erverv eller konvertering av aksjer

På bakgrunn av forslag fra Kredittilsynet, ble det etter høringsrunden tilføyet at flaggingsplikten skulle omfatte annen avtalt begrensning i en aksjeeiers rådighet over aksjer eller utøvelse av sine rettigheter som aksjonær. Dette alternativet omfatter panteretter, løsningsretter, forkjøpsretter e.l.

Utvalget legger til grunn at det i første rekke er rettigheter til kjøp av aksjer som bør flagges der disse medfører at erververens rettigheter, eventuelt sammen med aksjeeie, overstiger grensene for flaggingsplikten. Dersom slike rettigheter ikke skulle omfattes, ville flaggingsplikten kunne omgås ved å inngå rettighetsavtaler fremfor kjøpsavtaler, slik at markedet ikke ble gitt informasjon om vedkommende aksjonærs reelle interesse i selskapet før vedkommende benyttet kjøpsrettene og nådde opp i en høyere eierandel enn grensen for flaggingsplikt. Utvalget legger vekt på at børsen og markedet skal informeres om den reelle interesse og mulige innflytelse større aksjonærer har i selskapet. Det vises i denne sammenheng til at reglene om tilbudsplikt foreslås knyttet til aksjeinnehav og ikke til rettigheter til aksjer.

Markedet bør uavhengig av dette holdes orientert om at mulige oppkjøpere øker sin interesse i selskapet utover grensene for flaggingsplikt.

Utvalget er ikke kjent med at gjeldende bestemmelser om flagging ved erverv og avhendelse av standardiserte opsjoner har medført praktiske problemer. Det foreslås derfor en videreføring av gjeldende regler på dette punkt. Utvalget foreslår også en videreføring av flaggingsplikten for opsjoner uavhengig av om disse er standardiserte. Ikke-standardiserte opsjoner faller etter gjeldende forskrift inn under alternativet «rettigheter til erverv». Utvalgets forslag medfører derfor ingen realitetsendring på dette punkt. Det foreslås dessuten at tilsvarende rettigheter til kjøp av aksjer, skal flagges etter de samme bestemmelser. Utvalget viser forøvrig til at terminer som gjelder aksjer skal flagges som et erverv ved inngåelse av terminavtalen. Det vil ikke måtte gis flaggingsmelding på det tidspunkt levering foretas i henhold til avtalen.

Utvalget foreslår at det kun er opsjoner (eller tilsvarende rettigheter) som gir rett til *kjøp* av aksjer som skal flagges. Etter utvalgets syn er det ikke behov for at rettigheter til salg av aksjer flagges før salget er gjennomført. Det vises til at dette er i samsvar med børsens praksis.

Når det gjelder tegningsretter og konvertible obligasjoner er utvalget kjent med at beregningene av prosentsatsene har medført enkelte praktiske problemer. Dersom prosentsatsene beregnes på bakgrunn av selskapets registrerte aksjekapital, vil disse ikke gi et riktig bilde av den prosentsats vedkommende rettighetshaver vil inneha på det tidspunkt rettigheten utøves og selskapets aksjekapital dermed må forhøyes. Etter utvalgets syn er imidlertid den eneste praktiske løsning at registrert kapital på tidspunktet for utstedelse av tegningsretter eller konvertible obligasjoner, legges til grunn. Dette må gjelde uavhengig av om det i fremtiden eventuelt åpnes for at aksjeselskaper kan utstede frittstående tegningsretter, jf. Ot.prp. nr. 36 (1993-94). Det vises forøvrig til at det allerede i dag er notert utenlandske selskaper på Oslo Børs, som etter hjemlandets selskapslovgivning har anledning til å utstede slike frittstående tegningsretter.

Utvalget legger til grunn at det skal flagges både der rettigheter til aksjer sammen med eventuelt aksjeinnehav, overskrider grensene for flaggingsplikt, og på det senere tidspunkt der rettighetene eventuelt benyttes og aksjeinnehavet alene overskrider grensen. På det tidspunkt rettighetene etter f.eks. konvertible obligasjoner benyttes, vil forøvrig endringer i den registrerte aksjekapitalen, etter omstendighetene medføre at utøvelse av rettigheten likevel ikke fører til at grensene for flaggingsplikt overskrides.

De hensyn som er nevnt når det gjelder opsjoner, tegningsretter og konvertible obligasjoner, gjør seg etter utvalgets syn ikke gjeldende ved andre avtalte begrensninger i en aksjeeiers rådighet over aksjer. Verken etablering av panteretter, løsningsretter eller forkjøpsretter kan etter utvalgets syn ses som en slik særskilt interesse i aksjene at markedet bør gjøres oppmerksom på det. Det vises også til at flagging av panterettigheter, etter det utvalget er kjent med har påført finansinstitusjonene administrative problemer og kostnader som etter utvalgets syn ikke bør være nødvendige. Utvalget kan ikke se at etablering av rettigheter som nevnt vil være praktisk som del av et oppkjøp av selskapets aksjer. Omgåelseshensyn kan derfor ikke tillegges særlig vekt i denne forbindelse. Utvalget foreslår etter dette ingen videreføring av gjeldende bestemmelse om flaggingsplikt ved avtalte begrensninger i en aksjeeiers rådighet over aksjer eller utøvelse av sine rettigheter som aksjonær. Utvalget antar forøvrig at det i eventuelle omgåelsestilfeller kan være aktuelt å anse en begrensning som nevnt, som en rettighet til kjøp eller en reell overdragelse til eie, som omfattes av flaggingsplikten. Tiltredelse av pant eller andre rettigheter vil være et ordinært erverv som kan utløse flaggingsplikt.

De ovenfor nevnte synspunkter gjør seg også gjeldende i forhold til dagens bestemmelse om at den som i forbindelse med en annens erverv av aksjer gir kursgaranti eller på annen måte påtar seg risiko for verdien av aksjer, anses å ha rettighet til aksjer. Utvalget foreslår derfor heller ingen videreføring av denne bestemmelsen.

7.3.1.4 Prosentgrense for flaggingsplikt

Verdipapirhandelloven § 8A er i samsvar med Rdir. 88/627 forsåvidt gjelder i hvilke tilfeller (ved hvilke grenser) melding skal gis. Direktivets hovedregel er at flagging skal foretas ved 10 pst., 20 pst., 1/3, 50 pst. og 2/3. Det er gitt adgang til å anvende en terskel på 25 pst. i stedet for 20 pst. og 1/3. Tilsvarende kan det anvendes en terskel på 75 pst. i stedet for 2/3. Slike grenser er benyttet i det norske regelverket. Det fremgår imidlertid ikke av bestemmelsens forarbeider (Ot.prp. nr. 85 1991-92) hvorfor denne løsningen er valgt. Etter utvalgets syn tilsier aksjelovens regler om stemmerett på generalforsamlingen, at det vil være av større interesse for markedet å motta flaggingsmelding der en aksjonær erverver 1/3 eller 2/3 av aksjekapitalen eller stemmene i selskapet, enn der det erverves 25 pst. eller 75 pst. Det vises til aksjeloven § 9-14 om at beslutning om å endre vedtektene krever tilslutning fra minst to tredjedeler så vel av de avgitte stemmer som av den aksjekapital som er representert på generalforsamlingen. Også reglene om fravikelse av aksjonærenes fortrinnsrett ved kapitalforhøyelse, jf. § 4-2, beslutning om fusjon, jf. § 14-4 og beslutning om oppløsning, jf. § 13-1, stiller krav til tilslutning fra minst to tredjedeler. Utvalget foreslår på denne bakgrunn at flaggingsplikten i fremtiden knyttes til de grenser som er direktivets hovedregel. Flagging foreslås etter dette å skulle foretas ved erverv eller avhendelse som medfører en passering av 10 pst., 20 pst., 1/3, 50 pst. og 2/3 av aksjekapitalen eller aksjer som representerer en tilsvarende andel av stemmene i selskapet. Flaggingsmelding foreslås i samsvar med gjeldende regler, også å skulle gis ved avhendelse som medfører at avhenderens andel reduseres til eller passerer de fastsatte prosentsatsene.

Det er selskapets registrerte aksjekapital, jf. aksjeloven § 4-2 annet ledd, som vil være avgjørende i forhold til prosentgrensene. I Ot.prp. nr. 36 (1993-94) om aksjeloven ble det foreslått en adgang for selskapene til under visse forutsetninger å kunne erverve inntil 10 prosent av aksjene utstedt av selskapet. Slike egne aksjer skulle det i henhold til forslaget ikke kunne stemmes for på generalforsamlingen. Dersom det foreslås endringer i norske aksjeselskapers adgang til å erverve egne aksjer, antar utvalget at det avgjørende for prosentgrensen etter flaggingsreglene likevel skal være den registrerte aksjekapitalen. Det vises til at selskapets innehav av egne aksjer vil kunne variere. Dersom det skulle gjøres fradrag i den registrerte kapitalen for aksjer innehatt av selskapet, vil dette medføre at de øvrige aksjonærers flaggingsplikt vil være avhengig av forhold de selv ikke har kontroll eller oversikt over.

7.3.2 Konsolidering

Utvalget foreslår en videreføring av gjeldende konsolideringsbestemmelse. Det foreslås imidlertid enkelte presiseringer og språklige endringer i samsvar med det som foreslås i andre tilsvarende bestemmelser i loven. Presiseringene er bl.a. foretatt på bakgrunn av tilsvarende bestemmelser i finansieringsvirksomhetsloven som etter utvalgets syn har en mer hensiktsmessig utforming enn vphl. Det vises til omtalen under *"Konsolidert gruppe"* i punkt 3.2.3.2.

7.3.3 Hvem flaggingsplikten påhviler og når melding skal gis

Flaggingsplikten skal, som etter gjeldende bestemmelse, påhvile erververen eller avhenderen av de aktuelle aksjene eller rettighetene. Dette gjelder uavhengig av vedkommende aksjonærs nasjonalitet eller bosted. I tilfeller der det er grunnlag for konsolidering, vil flaggingsplikten påhvile den som foretar det siste ervervet som utløser plikten. Dersom to aksjonærer innen en konsolidert gruppe erverver aksjer på samme tidspunkt og ervervene medfører at grensen for flaggingsplikt overskrides, vil flaggingsplikten påhvile dem begge.

I samsvar med Oslo Børs' praksis legger utvalget til grunn at det vil avhenge av de konkrete avtaler som er inngått, om flaggingsplikten påhviler en aksjonær eller aksjonærens forvalter. Etter utvalgets syn må imidlertid utgangspunktet være at flaggingsplikten påhviler aksjonæren med mindre forvalteren uttrykkelig har påtatt seg å oppfylle denne på vedkommende aksjonærs vegne.

Utvalget legger til grunn at flaggingsplikten for aksjer som erverves eller avhendes av verdipapirfond, påhviler forvaltningsselskapet. Forvaltningsselskapet opptrer på vegne av fondet, som kun er en formuesmasse, og må derfor ses som erverver/avhender i relasjon til flaggingsplikten. Normalt må forvaltningsselskapet vurdere flaggingsplikten iht. summen av aksjer i de fond selskapet forvalter, jf. konsolideringsreglene. Utvalgets forståelse på dette punktet er i samsvar med Oslo Børs' praksis. Det vises forøvrig til at et forvaltningsselskap normalt ikke vil overskride grensene for flaggingsplikt, idet verdipapirfond som forvaltes av samme forvaltningsselskap ikke uten tilsynsmyndighetens samtykke, samlet kan eie mer enn 10 prosent av aksjekapitalen eller den stemmeberettigede kapital i et selskap, jf. verdipapirfondloven § 4-7. Et verdipapirfonds aksjeinnehav skal etter utvalgets syn ikke kunne konsolideres med aksjer innehatt av selskaper i samme konsern som forvaltningsselskapet. Det vises til at verdipapirfondet er en selvstendig formuesmasse, jf. verdipapirfondloven § 1-2.

Melding skal etter gjeldende regler gis straks. Denne bestemmelsen er strengere enn 7-dagers fristen som følger av EØS-forpliktelsene. Utvalget anser det av stor betydning at informasjon om større endringer i aksjonærstrukturen videreformidles til markedet umiddelbart. Det foreslås derfor en videreføring av kravet til at melding skal gis straks. Det foreslås imidlertid presisert at melding skal gis straks etter at avtale om erverv eller avhendelse er inngått. Leverings- og oppgjørstidspunkt vil ikke ha betydning for tidspunktet for flagging.

Utvalget er oppmerksom på at det bl.a. i konsernforhold vil kunne oppstå praktiske problemer i forhold til plikten til å gi flaggingsmelding straks. De ulike deler av konsernet vil måtte påse at de til enhver tid har oversikt over aksjeinnehav som forvaltes av andre selskaper i konsernet. Særlige problemer kan også foreligge internt i en kredittinstitusjon, der det er forutsatt at institusjonens alminnelige kapitalforvaltning skal holdes adskilt fra eventuell fondsmeglervirksomhet. Forsåvidt gjelder finanskonsern, viser utvalget til at disse må oppfylle kapitaldekningskrav på konsolidert basis. Det må derfor kunne forventes at foretakene har interne systemer som sikrer oversikt over det totale aksjeinnehav i konsernet til enhver tid. Systemer/rutiner som sikrer oversikt over konsernets samlede innehav av aksjer og rettigheter til aksjer, bør etter utvalgets syn foreligge også i andre konsoliderte grupper. Flaggingsreglene forutsetter imidlertid ikke rutiner som sikrer fullstendig løpende oppdatering av en konsolidert gruppes aksjeinnehav. Utvalget viser til at dette bl.a. kan være vanskelig i konsern der selskapene er lokalisert i ulike land med ulike tidssoner. Utvalget legger etter dette til grunn at det må bero på de konkrete forhold i en konsolidert gruppe, om kravet om at melding skal gis straks er oppfylt. Det avgjørende må være når foretaket bør vite at flaggingsplikt inntrer og handler deretter.

Dersom et erverv eller en avhendelse foretas etter børsstengning, har børsen i praksis godtatt at melding til børsen kan gis før børsåpning neste dag. Utvalget anser dette som en hensiktsmessig løsning, idet samtidig og dekkende videreformidling til markedsaktørene i praksis vanskelig kan foretas før ved neste dags børsåpning. Ettersom melding til selskapet skal gis umiddelbart, vil informasjon om ervervet/ avhendelsen imidlertid kunne tilflyte ulike aktører til ulik tid. De i selskapet som mottar informasjonen vil ha taushetsplikt inntil informasjonen er offentliggjort, dersom informasjonen kan anses å ha betydning for aksjekursen. Også i andre tilfeller anser imidlertid utvalget det av betydning at informasjonen tilflyter aktørene på samme tid.

Etter utvalgets syn vil en skjev informasjonsfordeling best kunne forhindres ved at flaggingsmelding sendes børsen, og at børsen videresender meldingen til selskapet samtidig som denne offentliggjøres. Det foreslås at denne fremgangsmåten fastsettes i loven.

7.3.4 Flaggingsmeldingen

Det foreslås som nevnt en videreføring av bestemmelsen om at melding skal gis til børsen. Dette er i samsvar med Rdir. 88/627.

Etter utvalgets syn bør det presiseres i loven at Børsen skal offentliggjøre meldingen. Etter Rdir. 88/627 skal offentliggjøring foretas i hver av de medlemsstater der selskapets aksjer er børsnotert. Utvalget legger til grunn at norsk børs skal offentliggjøre meldingen i det norske markedet. Dersom de aktuelle aksjene er notert også på andre børser, vil disse børsene måtte offentliggjøre meldinger de mottar etter de regler som gjelder i vedkommende stat. Etter utvalgets syn er det ikke behov for noen nærmere spesifisering av hvordan børsen skal offentliggjøre meldinger.

Verken vphl. eller forskriften om flagging av erverv av rettigheter til aksjer, inneholder bestemmelser om hvilke opplysninger meldingen skal inneholde. I praksis har Oslo Børs lagt til grunn at meldingen skal omfatte:
–tidspunktet for erverv/avhendelse
–om det er foretatt erverv eller avhendelse
–hvilke type verdipapirer meldingen gjelder
–hvilket aksjeinnehav som innehas etter ervervet/avhendelsen.

Det er i praksis ikke stilt krav om at det oppgis til hvilken kurs transaksjonen er foretatt eller hvem som er motpart i transaksjonen.

Utvalget anser det hensiktsmessig at regler om hva meldingen skal inneholde tas inn i loven. Det foreslås en bestemmelse om at meldingen skal inneholde opplysninger om handelen gjelder vedkommende selv eller nærstående, antall aksjer meldingen omfatter, tidspunktet for ervervet/avhendelsen og hvor stor prosentandel av aksjene og stemmene samt rettigheter til slike, vedkommende innehar etter ervervet eller avhendelsen. For rettigheter til aksjer foreslås det at det også skal inntas opplysninger om på hvilket tidspunkt rettighetene kan utløses.

I samsvar med gjeldende praksis antar utvalget at det ikke bør kreves opplysninger om til hvilken kurs transaksjonen er foretatt. Utvalget kan ikke se at det foreligger hensyn som tilsier at offentligheten skal gis tilgang til slike opplysninger. Tilsynsmyndigheten vil etter behov kunne innhente slike opplysninger fra verdipapirforetakene og børsen.

Utvalget kan heller ikke se at det er behov for opplysninger om hvem som er motpart i transaksjonen. Dersom motparten i en transaksjon avhender eller erverver aksjer, eller rettigheter til aksjer, som faller inn under grensene for flaggingsplikten,

vil vedkommende ha selvstendig flaggingsplikt for transaksjonen. Dersom transaksjonen gjelder en mindre prosentandel, kan utvalget vanskelig se at offentligheten bør ha noen lovfestet rett til å vite hvem motparten er. Det vises for øvrig til at den flaggingspliktige normalt ikke vil vite hvem motparten er, dersom handelen foretas gjennom verdipapirforetak. Tilsynsmyndighetene vil kunne innhente opplysninger om motpartens identitet fra Verdipapirsentralen og verdipapirforetakene.

7.3.5 Sanksjoner

Det følger av vphl. § 62 tredje ledd at den som forsettlig eller uaktsomt unnlater å anmelde erverv eller avhending av aksje, eller gi opplysning i samsvar med § 8A med tilhørende forskrifter, straffes med bøter. Medvirkning straffes på samme måte.

Det følger av Rdir. 88/627 art. 15 at «medlemsstatene skal fastsette passende sanksjoner for det tilfelle at fysiske personer eller rettssubjekter og selskaper som nevnt i artikkel 1 nr. 1 ikke overholder bestemmelsene i dette direktiv».

Etter utvalgets syn er bøtestraff et egnet sanksjonsmiddel i forhold til overtredelse av flaggingsreglene. I samsvar med det som har vært praksis i de senere år, legger utvalget til grunn at det normalt bare vil være ved gjentatte eller grovere brudd på flaggingsreglene, at saken oversendes påtalemyndigheten og det utferdiges forelegg eller reises tiltale. Særlig bør det vektlegges om regelbruddet er skjedd for å skjule nettopp slike kursrelevante viktige eierskifter som reglene tar sikte på å informere markedet om.

Utvalget anser bøtestraff tilstrekkelig som sanksjon ved overtredelse av flaggingsreglene. Andre formaliserte sanksjoner som f.eks. fengselsstraff anses mindre hensiktsmessig.

KAPITTEL 8

Opplysningsplikt for foretak

8.1 GJELDENDE RETT

8.1.1 Innledning

Vphl. § 7 og børsl. § 4-7 innebærer en særskilt plikt for foretak med børsnoterte verdipapirer til å offentliggjøre konkrete forhold av betydning for kursen på verdipapirene. Slik opplysningsplikt skal sikre at markedsaktørene og børsen får et best mulig grunnlag for å vurdere verdipapirene. For å sikre likebehandling forutsetter regelverket at aktørene mottar informasjonen samtidig. Opplysningsplikt må videre anses som et virkemiddel for å hindre innsidehandel. Mulighetene for misbruk av fortrolig selskapsinformasjon av betydning for kursen på foretakets verdipapirer blir redusert eller bortfaller når slike opplysninger er kjent i markedet og offentliggjøring skjer mest mulig samtidig for alle markedsaktørene. Bestemmelsene omhandler også ikke-periodiske opplysninger og utgjør således et viktig supplement til aksjeloven som kun inneholder regler om selskapenes plikt til å gi periodiske opplysninger.

8.1.2 Vphl. § 7

Vphl. § 7 pålegger foretak med børsnoterte verdipapirer å offentliggjøre visse opplysninger av betydning for kursen på verdipapirene. Overtredelse av opplysningsplikten i vphl. § 7 er straffesanksjonert, jf. § 62 annet ledd.

I henhold til § 7 første ledd første punktum skal foretakene straks offentliggjøre «forslag eller beslutning vedtatt av dets styre, bedriftsforsamling eller representantskap om utbytte, forhøyelse eller nedsettelse av aksjekapitalen, eller opptak av lån med rett for långiveren til å kreve gjeldsbrevene ombyttet med aksjer i selskapet». For å sikre at reglene skal være tilstrekkelig effektive skal også forslag straks offentliggjøres. Det ble i forarbeidene lagt til grunn at en opplysningsplikt som først inntrer når det foreligger endelig vedtak ikke er tilstrekkelig, da muligheten for innsidehandel i høy grad er tilstede før dette tidspunkt, jf. Ot.prp. nr. 68 (1984-85) s. 47.

Det følger av § 7 første ledd annet punktum at «tilbud om kjøp av selskapets aksjer eller om bytte av aksjene med aksjer i et annet selskap, og tilsvarende tilbud om kjøp av selskapets eiendeler og virksomhet eller en vesentlig del derav» straks skal offentliggjøres. I følge forarbeidene er dette punktum ment å skulle omfatte alle former for fusjoner og sammenslutninger, se NOU 1978:42 s. 145. Opplysninger om tilbud av kjøp av selskapets eiendeler er ikke nærmere kommentert i forarbeidene.

De nevnte opplysninger skal straks offentliggjøres. Det er i forarbeidene (NOU 1978:42 s. 145) lagt til grunn at opplysningsplikten oppstår straks det foreligger et forslag fra styre, bedriftsforsamling eller representantskap angående forhold som nevnt i første punktum, eller selskapet er kjent med de tilbud som er nevnt i annet pkt. Når det gjelder slike tilbud innebærer dette at selskapet ikke har opplysningsplikt så lenge det kun er tale om forhandlinger. Hvorvidt det foreligger et tilbud som skal offentliggjøres eller kun forberedende forhandling vil måtte bero på en konkret vurdering i det enkelte tilfelle.

Reglene i § 7 første ledd første og annet punktum omhandler konkrete opplysninger som antas å være av særlig betydning for kursfastsettelsen. Bestemmelsen

suppleres av den generelle regelen i tredje punktum som gjelder alle andre opplysninger av vesentlig betydning for kursen på verdipapirene. Denne bestemmelsen vil kunne fange opp planer om slike forhold som er nevnt i første og annet punktum. Videre vil den dekke alle opplysninger vedrørende foretakets virksomhet som må antas å få vesentlig betydning for kursen på selskapets verdipapirer. Dette kan være opplysninger om inngåelse av viktige kontrakter, samarbeidsavtaler mv. Uttrykket «kan antas å få vesentlig betydning for kursen på verdipapirene» er den samme som ble benyttet i det tidligere forbudet mot innsidehandel. Etter endringen i 1991 benyttes nå uttrykket «er egnet til å påvirke kursen på verdipapirene vesentlig», jf. § 6 første ledd første punktum. Endringen innebærer kun presiseringer og er først og fremst språklig, slik at uttrykket i § 7 må kunne tolkes på tilsvarende måte som det uttrykk som benyttes i § 6 første ledd første punktum, se *"Nærmere om den aktuelle informasjon."* i punkt 4.2.2.2.

De nevnte opplysninger skal offentliggjøres i samsvar med god forretningsskikk. På bakgrunn av den interessekonflikt som kan oppstå mellom foretakets interesse i å ikke offentliggjøre opplysninger og markedets interesse i at slike opplysninger gis, legges det til grunn i forarbeidene at krav om offentliggjøring i samsvar med god forretningsskikk gir regelen tilstrekkelig elastisitet og gir grunnlag for å ta tilbørlig hensyn til foretakets interesser. Med hensyn til tidspunktet for offentliggjøring av opplysninger i henhold til § 7 tredje punktum valgte man derfor å benytte det noe mer fleksible begrep «uten ugrunnet opphold», i motsetning til opplysningene i § 7 første og annet punktum som skal offentliggjøres «straks». (NOU 1978:42 s. 145.)

Det følger av § 7 annet ledd av melding som selskapet sender til aksjonærene i alle tilfelle skal offentliggjøres senest samtidig med utsendelsen. Bakgrunnen for denne bestemmelsen var at man ønsket å uttrykkelig fastslå en slik plikt, til tross for at opplysningene normalt vil bli alminnelig kjent i og med oversendelsen til aksjonærene, se NOU 1978:42, s. 145.

Vphl. § 7 inneholder ingen nærmere regler om hvordan opplysningene skal offentliggjøres. I forarbeidene legges det til grunn at opplysningene først og fremst skal gå til børsen, men at det antagelig vil være hensiktsmessig at de også blir gitt til pressen umiddelbart etter at eventuelle beslutninger er fattet slik at de så raskt som mulig når verdipapirmarkedet, jf. NOU 1978:42 s. 145-146.

8.1.3 Børsl. § 4-7 og børsforskriften

Det følger av børsl. § 4-7 første punktum at foretak som har utstedt verdipapirer som er notert på børs skal gi børsen opplysninger av betydning for en riktig vurdering av verdipapirene. Bestemmelsen innebærer en informasjonsplikt for de børsnoterte foretakene direkte overfor børsen. Overtredelse av § 4-7 er straffesanksjonert, jf. børsl. § 6-1. Videre følger det av børsl. § 6-3 at børsstyret kan ilegge foretakene et overtredelsesgebyr ved brudd på børsloven og børsforskriftene.

Opplysningsplikten gjelder kun opplysninger av betydning for riktig vurdering av verdipapirene, dvs. all kursrelevant informasjon. Det vil i disse tilfelle dreie seg både om periodiske opplysninger og om løpende informasjon om konkrete forhold av betydnig for kursverdien. Loven spesifiserer ikke nærmere hvilke opplysninger som skal kreves. Det følger imidlertid av § 4-7 tredje punktum at de nærmere regler om hvilke opplysninger som skal gis og om offentliggjøring av disse fastsettes i børsforskriftene.

Idet børsl. § 4-7 omfatter alle opplysninger av betydning for en riktig vurdering av verdipapirene, må det antas at denne opplysningsplikten rekker lengre enn vphl. § 7, som krever at det skal gis opplysninger om slike forhold vedrørende foretaket

som kan antas å få «vesentlig betydning» for kursen på verdipapirene. I Ot.prp. nr. 68 (1984-85) s. 48 uttales følgende om dette:

> «Det er ikke noe i veien for at børsreglementet stiller strengere, eller mer detaljerte krav til foretakets opplysningsplikt. Departementet finner det naturlig at børsreglementet supplerer verdipapirlovens regler på dette punkt.»

Børsklagenemnden fastslo imidlertid i sak 1/1989 at det i § 4-7 må innfortolkes et kvalifikasjonskrav, slik at opplysningene må fremtre som «ikke uvesentlige» for kursen. Dette er senere inntatt i børsforskriften av 1994, jf. nedenfor.

For aksjer følger det av børsforskrift av 17. januar 1994 nr. 30 kap. 6 nærmere regler for børsnoterte selskapers plikt til å avlegge årsoppgjør og delårsrapporter, innholdet av disse rapporter samt regler om offentliggjøring. Kap. 5 i børsforskriften omhandler nærmere regler om selskapenes informasjonsplikt. I henhold til § 5-2 skal selskapene uoppfordret og umiddelbart gi børsen opplysninger som må antas å være av ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer. Videre følger det av § 5-2 annet ledd at det i tillegg alltid skal opplyses om nærmere spesifiserte omstendigheter, som omfatter bl.a. forslag eller beslutning vedtatt av et selskapsorgan om fusjon, fisjon, kapitalforhøyelse- eller nedsettelse, registrering av endringer i aksjekapitalen, forslag fra styret om endring av vedtektene og generalforsamlingens vedtak samt valg av nytt styre, revisor og skifte av administrerende direktør.

For selskaper med børsnoterte obligasjoner og sertifikater følger tilsvarende bestemmelser av børsforskriften kap. 10. På samme måte som for aksjer skal låntager gi børsen de opplysninger som må antas å være av ikke uvesentlig betydning for kursen på låntagers verdipapirer, jf. § 10-2 første ledd, og i tillegg alltid opplyse om nærmere spesifiserte omstendigheter som omhandlet i annet ledd.

Opplysninger gitt børsen i samsvar med det ovenstående skal straks offentliggjøres via børsens informasjonssystem, hvis ikke annet er bestemt, jf. børsforskriften § 23-2.

I børsl. § 4-7 annet punktum er det gitt hjemmel for at i spesielle tilfelle og når særlige grunner taler for det kan det bestemmes at opplysningene bare gis til børsstyrets leder, børsdirektøren eller børsdirektørens stedfortreder. Dette kan være aktuelt i tilfelle hvor det dreier seg om spesielt sensitive opplysninger, og hvor det kan være tvil om opplysningene skal offentliggjøres, se NOU 1985: 33 s.115. Det følger av børsforskriften § 23-2 tredje ledd at dersom opplysningene inneholder forretningshemmeligheter eller når særlige hensyn tilsier det, kan foretaket gi opplysninger bare til børsstyrets leder, børsdirektøren eller børsdirektørens stedfortreder, og kan pålegge disse taushetsplikt slik at opplysningene ikke kan offentliggjøres. Ut fra en helhetlig vurdering hvor det tas hensyn til opplysningenes kurspåvirkende karakter, markedets behov for opplysninger og foretakets behov for taushetsplikt, kan børsen likevel beslutte at opplysningene skal offentliggjøres.

Oslo Børs har i 1994 behandlet to saker hvor det har forekommet brudd på informasjonsplikten etter børsl. § 4-7. I den ene saken fattet Børsstyret vedtak om å ilegge en bank et overtredelsesgebyr etter børsl. § 6-3. Børsstyret la til grunn at banken ved å gi feil og mangelfull informasjon hadde skapt en situasjon der verdipapirmarkedet ikke hadde korrekt informasjon om forhold av betydning for fastsettelse av aksjekursen, bl.a. når det gjaldt bankens kapitaldekning. Banken hadde bl.a. gjennomført transaksjoner i regnskapet for å tilfredsstille kapitaldekningsreglene, uten at det etter Børsstyrets syn reellt sett var grunnlag for en slik regnskapsføring. Videre la Børsstyret til grunn at banken hadde undervurdert sine tap på utlån og ikke foretatt nødvendig nedskrivning på eiendommer.

Den andre saken gjaldt et børsnotert selskap hvor datterselskapet etter å ha inngitt et anbud ble tilbudt en intensjonsavtale som de aksepterte. Etter aksepten gikk

det ytterligere et døgn før Oslo Børs mottok pressemelding om kontraktstildelingen. Oslo Børs la til grunn at opplysningene om intensjonsavtalen skulle vært meddelt børsen på et tidligere tidspunkt, og at forsinkelsen fikk uheldige utslag, ved at handel i morselskapets papirer dagen før offentliggjøringen viste at det måtte ha skjedd lekkasjer til markedet. Oslo Børs la til grunn at det forhold at det kun forelå en intensjonsavtale i seg selv, ikke kunne være av avgjørende betydning. Behovet for endelig fastleggelse av kontraktsverdiens størrelse kunne ikke begrunne en suspensjon av informasjonsplikten. Oslo Børs fant å uttale alvorlig kritikk for forholdet.

8.2 UTENLANDSK RETT

Bestemmelser om opplysningsplikt for foretak hvis verdipapirer er børsnotert følger av Rdir. 79/279 om samordning av vilkårene for opptak av verdipapirer til offisiell notering på en fondsbørs, og Rdir. 82/121 om regelmessig informasjon som skal offentliggjøres av selskaper hvis aksjer er opptatt til offisiell notering på en fondsbørs. Det følger blant annet av Rdir. 79/279 art. 4 nr. 2 at utstedere av verdipapirer som er opptatt til offisiell notering, skal overholde pliktene i oversikt C og D som følger som vedlegg til direktivet.

Oversikt C gjelder aksjer, og i henhold til nr. 4 skal selskapet «snarest mulig stille sitt siste årsregnskap og sin siste årsberetning til rådighet for offentligheten». Videre følger det av nr. 5a at «selskapet skal snarest mulig informere offentligheten om nye vesentlige forhold av betydning innenfor dets virksomhetsområde, forhold som ikke er kjent for offentligheten, og som pga sin innvirkning på selskapets aktiva og passiva, dets økonomiske stilling eller dets virksomhet generelt kan føre til betydelige kurssvingninger for selskapets aksjer». For obligasjoner følger det av oversikt D nr. 3 at foretaket skal «stille sitt siste årsregnskap og sin siste årsberetning til rådighet for offentligheten når offentliggjøring er obligatorisk i henhold til nasjonal lovgivning». Videre følger det av nr. 4a at foretaket snarest mulig skal «informere offentligheten om nye vesentlige forhold innenfor dets virksomhetsområde, forhold som ikke er kjent for offentligheten, og som i vesentlig grad kan ha betydning for foretakets mulighet til å overholde sine forpliktelser». Rdir. 82/121 krever at børsnoterte foretak «offentliggjør en halvårsberetning om sin virksomhet og resultater for de første seks måneder av hvert regnskapsår», jf. art. 2.

Utvalget antar at bestemmelser om opplysningsplikt for børsnoterte foretak i tråd med direktivet samt øvrige regler om opplysningsplikt for slike foretak, også i andre land følger av børslovgivningen. Utvalget har derfor ikke funnet grunn til å gi en nærmere beskrivelse av utenlandsk rett på dette punkt.

8.3 UTVALGETS VURDERINGER

Utvalget viser innledningsvis til *"Økonomisk bakgrunn for regulering av verdipapirmarkedene"* i kap. 2 om økonomisk bakgrunn for regulering av verdipapirmarkedene, se særlig *"Kursrelevant informasjon"* i punkt 2.5.1.3 om kursrelevant informasjon.

Bestemmelser om børsnoterte foretaks informasjonsplikt overfor børsen og markedet er en forutsetning for en riktig kursfastsettelse og en velfundert verdipapirhandel. Videre har slike bestemmelser en preventiv virkning når det gjelder innsidehandel, idet bestemmelsene ivaretar hensynet til lik tilgang på informasjon for alle investorer. Utvalget legger til grunn at lovregler om børsnoterte foretaks opplysningsplikt bør videreføres.

Vphl. § 7 og børsl. § 4-7 med tilhørende bestemmelser i børsforskriften har, som nevnt over, det samme anvendelsesområdet. Bestemmelsene er ulikt utformet,

men er i sitt innhold i hovedsak identiske. Det vil si at reglene er overlappende når det gjelder plikten til å gi opplysninger om forhold av betydning for kursen på verdipapirene. Med mindre særlige hensyn taler for at en slik plikt bør fremgå av begge lovene, er det utvalgets syn at det er mest hensiktsmessig med ett regelsett som regulerer de børsnoterte foretakenes informasjonsplikt. For at børsen skal kunne oppfylle sine oppgaver, herunder foreta den løpende vurderingen av de noteringer og den omsetningen som finner sted på børsen, må børsen ha tilgang på slik kursrelevant informasjon. Informasjon fra foretakene er som nevnt en forutsetning for en riktig kursfastsettelse. Utvalget legger derfor til grunn at slike bestemmelser har en naturlig plass i børslovgivningen.

Utvalget har vurdert om det er behov for å videreføre vphl. § 7 ved siden av de børsrettlige bestemmelser om informasjonsplikt. Opplysningsplikten etter børsloven § 4-7 fremgikk tidligere av Oslo Børs? kursnoteringsreglement. I forarbeidene til vphl. § 7 som ble vedtatt i 1985, ble det lagt avgjørende vekt på at regler om selskapers opplysningsplikt prinsipielt er av en slik viktighet at de bør komme klart til uttrykk i selve loven, og at en slik opplysningsplikt ikke bare bør gjelde i forhold til børsen, men til verdipapirmarkedet generelt, se NOU 1978:42, s. 105-106.

I dag fremgår bestemmelser om selskapenes informasjonsplikt av børsloven av 1988 og børsforskriften av 1994. At denne informasjonsplikten etter ordlyden i børsl. § 4-7 kun gjelder overfor børsen kan ikke antas å ha praktisk betydning, idet det forutsettes at børsen offentliggjør alle relevante opplysninger den mottar i henhold til § 4-7, jf. børsl. § 4-7 tredje punktum og børsforskriften § 23-2. Resultatet blir altså det samme, slik at de gjeldende bestemmelser gjør det mindre nødvendig å opprettholde vphl. § 7. Også den preventive effekt i forhold til innsidehandel, må antas å være ivaretatt gjennom børslovens bestemmelser. I samme retning virker også det forhold at vphl. § 7 i praksis har hatt liten selvstendig betydning ved siden av de børsrettslig regler, og at § 7 på enkelte punkter er mer upresis mht. når informasjonsplikt inntrer.

Vphl. § 7 første ledd tredje punktum knytter opplysningsplikten til en særskilt standard om «god forretningsskikk» som imidlertid ikke er sammenfallende med normen i vphl. § 5. Som nevnt under *"Vphl. § 7"* i punkt 8.1.2 er bakgrunnen for et krav om offentliggjøring i samsvar med «god forretningsskikk» at dette gir grunnlag for å ta tilbørlig hensyn til foretakets interesser. Børslovgivningen har ingen like klar bestemmelse på dette punkt. Utvalget antar imidlertid at børsl. § 4-7 annet punktum og børsforskriften § 23-2 tredje ledd, se *"Børsl. § 4-7 og børsforskriften"* i punkt 8.1.3 over, gir tilstrekkelig fleksibilitet til at det kan foretas en interesseavveining mellom hensynet til selskapet og hensynet til verdipapirmarkedet.

Når det gjelder § 7 annet ledd, viser utvalget til at kravet om at meldinger til aksjonærer skal offentliggjøres senest samtidig med utsendelsen, i dag følger av børsforskriften § 5-3.

Utvalget foreslår på denne bakgrunn at vphl. § 7 oppheves.

Utvalget legger til grunn at børsl. § 4-7 og børsforskriften oppfyller kravene i Rdir. 79/279 og Rdir. 82/121. Det vises forøvrig til at direktivene kun stiller minimumskrav, slik at det er opptil de enkelte medlemsstater å stille strengere krav. Det kan derfor være forskjeller i opplysningspliktbestemmelsene i de enkelte medlemsland. Videre kan tredjeland som ikke er underlagt direktivene ha avvikende bestemmelser om opplysningsplikt i forhold til de som gjelder i Norge. Et særlig problem kan oppstå i tilfeller der et børsnotert selskap i Norge er i forhandlinger med et selskap som er børsnotert i et annet land, om en avtale som kan ha betydning for kursen. Dersom det i et slikt tilfelle gjelder strengere regler i Norge, påpeker utvalget at det vil kunne være tilstrekkelig at selskapet gir opplysningene kun til børsstyrets leder, børsdirektøren eller børsdirektørens stedfortreder, jf. børsforskriften § 23-2.

KAPITTEL 9

Tilbudsplikt og regler om frivillige tilbud

9.1 GJELDENDE RETT

9.1.1 Innledning

Regler om tilbudsplikt er gitt i vphl. §§ 5A-5C. Reglene ble tilføyet loven ved endringslov av 16. juni 1989 nr. 51 som trådte i kraft 6. april 1990. Da lovforslaget ble lagt frem forelå det et direktivforslag fra EU-kommisjonen vedrørende tilbudsplikt. Ettersom forslaget ikke var ferdigbehandlet i EUs organer, ble det i Ot.prp. nr. 53 1988-89 lagt til grunn at det ikke var naturlig å legge for stor vekt på de foreslåtte regler i forbindelse med utformingen av de norske reglene.

I henhold til børsloven § 4-9 (2) kan det gis regler i børsforskriften om tilbudsplikt i visse tilfelle ved erverv av aksjer i børsnoterte selskaper. Slike regler fantes tidligere, men finnes i dag ikke i børsforskriften. Regler om frivillige overtakelsestilbud er imidlertid gitt i børsforskriften av 17. januar 1994 kap. 7. Det er dessuten gitt regler om likebehandling av aksjonærene i børsforskriften § 23-8 og en regel om opplysningsplikt overfor børsen ved mottakelse av tilbud i § 5-2 annet ledd nr. 6.

9.1.2 Tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven

9.1.2.1 Hovedregelen om utløsning av tilbudsplikt

Det følger av vphl. § 5A at den som gjennom erverv blir eier av børsnoterte aksjer som representerer mer enn 45 pst. av stemmene i et norsk aksjeselskap, plikter å straks gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet. Lov- eller vedtektsbestemte stemmerettsbegrensninger er uten betydning. Tilbudet skal gjelde også aksjer med begrenset eller ingen stemmerett. Oslo Børs skal avgjøre om et tilbud skal godkjennes.

Den normale ervervsmåten vil være kjøp. Også fusjoner mellom to (eller flere) selskaper vil imidlertid kunne utløse tilbudsplikt dersom fusjonen medfører at det fusjonerte selskapet vil disponere mer enn 45 pst. av stemmene i et børsnotert selskap, jf. Ot.prp. nr. 53 (1988-89) s. 18, eller hvis en aksjonær mottar vederlagsaksjer som gjør at han blir eier av mer enn 45 pst. av stemmene. I tillegg omfattes erverv ved arv, skifte og gave. Oslo Børs har for øvrig i en konkret sak lagt til grunn at tilbudsplikten inntrådte uavhengig av at erververen var et selskap som var datterselskap til selgeren, eiet med mer enn 50 pst. men mindre enn 90 pst. Det ble i saken ikke tatt stilling til situasjonen for et datterselskap som er eiet med mer enn 90 pst.

Tilbudsplikten inntrer fra det tidspunkt avtalen er bindende mellom partene. I praksis har Oslo Børs ansett det som tilstrekkelig at kjøper «straks» melder til Oslo Børs *om* tilbud vil komme eller om det vil foretas avhendelse.

Tilbudsplikten gjelder ikke for Statens Banksikringsfond, Statens Bankinvesteringsfond eller for finansinstitusjon som har overtatt aksjer i et selskap for å unngå eller begrense tap på engasjementet, jf. vphl. § 5B annet ledd. Unntaket for finansinstitusjoner er begrunnet i at hensikten med ervervet i slike tilfeller ikke vil være å søke kontroll over selskapet.

Hvis ervervet etter selskapets vedtekter er avhengig av styrets godkjennelse, skal styret anses å samtykke hvis saken ikke er avgjort innen tre uker etter at melding om ervervet er mottatt av selskapet, jf. § 5 A tredje ledd. Tilbudsplikt vil i slike tilfeller ikke utløses før styrets samtykke foreligger eller 3-ukers fristen er utløpt.

Hvis erverver er avhengig av myndighetenes samtykke har det derimot ingen betydning for når tilbudsplikt utløses.

9.1.2.2 Konsolidering

I vphl. § 5A annet ledd er det gitt konsolideringsregler. Like med erververens egne aksjer regnes aksjer som eies av vedkommendes ektefelle, mindreårige barn eller personer som vedkommende lever sammen med (jf. bokstav a), selskap hvor vedkommende har slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-2 (jf. bokstav b) og noen vedkommende handler etter avtale med eller for øvrig opptrer i forståelse med (jf. bokstav c). Børsstyret ved Oslo Børs avgjør om det inntrer tilbudsplikt i henhold til konsolideringsregelen.

I Ot.prp. nr. 53 (1988-89) er det lagt til grunn at det forutsetningsvis vil foreligge et særlig tilknytningsforhold mellom aksjonæren og hans ektefelle mv., samt selskaper som aksjonæren dominerer. Det er vist til at tilbudsplikten i disse tilfellene påhviler vedkommende aksjonær som erverver den aksjepost som utløser tilbudsplikten. Dersom det i en oppkjøpssituasjon er et samarbeid mellom flere aksjonærer, vil tilbudsplikt inntre for de samarbeidene aksjonærene i fellesskap, uten hensyn til hvem som er ervervende aksjonær. I Ot.prp. nr. 53 (1988-89) vises det til at en slik felles tilbudsplikt vil være naturlig når det handles etter avtale mellom eller i forståelse med andre aksjonærer. I tilfeller av fordekt samarbeid kan en imidlertid stå overfor en vanskelig bevismessig situasjon, som kan reise flere spørsmål som må avklares i praksis når de oppstår. Det er på denne bakgrunn Oslo Børs er tillagt kompetanse til å avgjøre om det inntrer tilbudsplikt.

Børsklagenemden har i sak 2/92 lagt til grunn at det i relasjon til bokstav c) vil kreves en koordinert opptreden med et felles hovedmål for erverv av aksjer med sikte på en tilstrekkelig kontroll over selskapet. Etter alternativet «opptrer i forståelse med» er det ifølge Børsklagenemden:

> «ikke nok for konsolidering at det må forventes at den ene part ikke vil opptre i strid med den annen eller – positivt – at han vil opptre i overensstemmelse med denne. Det må foreligge en forståelse hos begge parter om samsvarende opptreden. Det er i realiteten en stilltiende avtale mellom partene som kreves.»

Selve etableringen av en gruppe vil ikke utløse tilbudsplikt selv om dannelsen av gruppen fører til at 45 pst. grensen passeres for gruppen som sådan, jf. Ot.prp. nr. 53 (1988-89) s. 25. I en konkret sak har Oslo Børs dessuten lagt til grunn at endringer i grunnlaget for konsolidering heller ikke utløser tilbudsplikt.

9.1.2.3 Overgangsregler mv.

I Ot.prp. nr. 53 s. 29 uttaler departementet at man «legger opp til at en aksjonær som har mer enn 45 pst. av stemmene i et selskap som er omfattet av tilbudsplikt, ikke pålegges tilbudsplikt når regelen settes i kraft». Det er videre uttalt at «for å få sammenheng i reglene bør imidlertid senere aksjeerverv fra de allerede kontrollerte aksjonærer utløse tilbudsplikt. Dette vil gjelde ethvert erverv som øker vedkommendes samlede eierandel i selskapet». Børsklagenemden har kommet til et annet resultat i sin avgjørelse av 10. mars 1992. Børsklagenemden la til grunn at det ikke var hjemmel for å ilegge tilbudsplikt som følge av ytterligere og senere erverv foretatt av en aksjonær som ved lovens ikrafttredelse i april 1990, eide mer enn 45 pst. av de stemmeberettigede aksjene i et selskap. Tilsvarende er det av Oslo Børs lagt

til grunn at tilbudsplikt heller ikke inntrer ved ytterligere erverv i et selskap hvor aksjonæren ved børsopptak allerede hadde mer enn 45 pst.

9.1.2.4 Tilbudet

Et tilbud etter reglene om tilbudsplikt kan i henhold til § 5A fjerde ledd gjøres betinget av at tilbyderen tilsammen blir eier av aksjer med minst to tredjedeler av stemmene i selskapet. I Ot.prp. nr. 53 s. 20 er det vist til at denne regelen vil kunne ha den virkning at dersom tilbyderen kan overbevise en tilstrekkelig stor andel av de øvrige aksjonærene om at tilbudet ikke bør benyttes, vil den økonomiske belastningen av tilbudsplikten begrenses. Det er videre vist til at det kan være grunn til å tro at dette oftere vil være tilfelle ved tilbydere som de øvrige aksjonærene oppfatter som seriøse. Andre betingelser kan ikke stilles for gjennomføringen av tilbudet.

Tilbudsprisen skal være minst like høy som det høyeste vederlag tilbyderen har betalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte, eller i tilbudsperioden dersom dette er høyere, jf. § 5A femte ledd. I det siste tilfelle anses nytt tilbud fremsatt. Dersom tilbudsprisen tilfredsstiller de nevnte krav, skal tilbudet godkjennes selv om prisen på det tidspunkt tilbudet fremsettes er lavere eller høyere enn markedsprisen, eller etter andre verdivurderinger.

I tilfeller hvor tilbudsplikten omfatter verdipapirer med f.eks. begrenset stemmerett, som har en avvikende markedsverdi fra full stemmerett, må tilbudsprisen for disse fastsettes slik at det gis et sammenlignbart vederlag med det som skal gis i henhold til hovedregelen, jf. Ot.prp. nr. 53 (1988-89) s. 23. Oslo Børs' avgjørelse av om et tilbud kan godkjennes, vil derfor også kunne omfatte en vurdering av vederlaget. Børsens avgjørelse i saken vil kunne påklages til Børsklagenemnden.

Tilbudet skal angi en frist for aksjeeierne til å akseptere tilbudet (tilbudsperioden), jf. § 5A syvende og åttende ledd. Fristen kan ikke settes kortere enn tre uker og ikke lenger enn seks uker. Fristen regnes fra det tidspunkt Oslo Børs har godkjent tilbudet. Før tilbudsperioden kan tilbyderen fremsette nytt tilbud, dersom tilbudet blir godkjent av Oslo Børs. Selskapets aksjeeiere har rett til å velge mellom tilbudene. I tilfeller der et nytt tilbud fremsettes, forlenges tilbudsperioden med èn uke.

9.1.2.5 Oppgjøret

Oppgjør i henhold til tilbudet skal skje i penger med mindre annet er avtalt, jf. § 5A sjette ledd. Oppgjøret skal i et hvert tilfelle garanteres av bank eller forsikringsselskap etter nærmere regler fastsatt av Oslo Børs. Det fremgår av Ot.prp. nr. 53 s. 23 at bestemmelsen om oppgjør i penger gir en valgrett til selgende aksjonær. Selgende aksjonær vil alltid kunne forlange kontant utløsning, om dette ønskes. Kravet til bank- eller forsikringsgaranti anses ifølge forarbeidene fordelaktig idet «det vil medføre en vurdering av oppkjøpet hos garantisten, noe som vil gjenspeiles i den risikopremie som tilbyderen må betale».

Oslo Børs har ikke formelt fastsatt regler om garanti for oppgjøret. Børsen har imidlertid etablert en fast praksis for garantistillelse. I henhold til praksis aksepteres det kun garantier fra norsk bank eller forsikringsselskap eller norsk filial av utenlandsk bank. Børsen har i tillegg akseptert at garanti reelt sett stilles av utenlandsk bank, forutsatt at garantien føres gjennom en norsk bank som står ansvarlig vis à vis aksjonærene. Dette kravet er begrunnet ut fra hensynet til de norske aksjonærene, som vil kunne få problemer med å fremme og inndrive et krav mot garantist i utlandet. Garantier fra selskaper i samme konsern som tilbyder, godtas normalt ikke. Oslo Børs har i en konkret sak lagt til grunn at garantikravet bare gjelder kontantalternativet.

Garantien skal være en selvskyldnergaranti. Garantibeløpet beregnes med utgangspunkt i det samlede antall utestående aksjer i selskapet. Samtlige aksjeklasser skal omfattes, da tilbudet ikke kan begrenses til èn eller flere av disse. Det har i flere tilfeller vært reist spørsmål om reduksjon av garantibeløpet under henvisning til at en eller flere aksjonærer har forsikret tilbyder om at de ikke vil selge sine aksjer under tilbudet. Oslo Børs har ikke akseptert dette, men vist til at børsen ikke bør påta seg noen økonomisk risiko ved å vurdere holdbarheten av slike løfter. Børsen har dessuten lagt til grunn at tilbyderen – hvis løftene er vel dokumenterte – kan forhandle direkte med garantisten om den premiereduksjon dette eventuelt bør innebære. Børsen har i en konkret sak lagt til grunn at nedkvittering av garantien etter utløpet av tilbudsperioden kan godtas der tilrettelegger avgir skriftlig erklæring om det antall aksjer som er akseptert solgt under tilbudet, og at tilrettelegger og utsteder er kjent med at garantien vil kunne bli nedkvittert på basis av det antall som oppgis. Det skal opplyses om det foreligger aksepter eller forsøk på aksepter som er avvist eller omtvistet på annen måte. Tilrettelegger må i disse tilfeller være fondsmeglerforetak som er børsmedlem. Oslo Børs vil også kunne akseptere nedkvittering av garantien med beløp som dokumenteres endelig betalt for aksjer kjøpt under tilbudet.

9.1.2.6 Sanksjoner

Nærmere regler om sanksjoner ved overtredelse av tilbudsplikten er gitt i vphl. § 5C. Aksjeeiere som har plikt til å fremsette tilbud etter § 5A første ledd, uten å gjøre dette, skal innen fire uker avhende aksjer slik at tilbudsplikten faller bort. Fristen regnes fra det tidspunkt aksjene ble ervervet. Overskrides fristen, kan Oslo Børs etter kunngjøring med fire ukers frist i Norsk Lysingsblad la aksjer selge ved offentlig auksjon slik at tilbudsplikten faller bort. Det foreligger ingen praksis med hensyn til slike tvungne nedsalg.

Plikten til avhendelse gjelder bare de aksjer som overstiger 45 pst. grensen. Manglende tilbud innebærer at den tilbudspliktige må selge seg ned uavhengig av om vedkommende innen salgsfristen ønsker å fremsette et tilbud.

Aksjeeiere som forsømmer sin tilbudsplikt etter § 5A første ledd kan, sålenge tilbudsplikten foreligger, ikke utøve andre rettigheter i selskapet enn retten til å heve utbytte for aksjene og til å utøve fortrinnsrett ved kapitalforhøyelse, med mindre et flertall av alle øvrige aksjonærer samtykker i det. Det er ikke avklart om bestemmelsen gjelder alle aksjene eller bare den del som overstiger 45 pst.-grensen. Samtykke fra et flertall av de øvrige aksjonærene kan f.eks. være aktuelt i tilfelle hvor vedkommende aksjonærs stemmer kreves for å fatte nødvendige vedtak i selskapet. Oslo Børs har i en konkret sak lagt til grunn at adgangen til å kreve tvangsinnløsning av minioritetsaksjonærer etter aksjeloven § 14-9 hører til de rettigheter i selskapet som den tilbudspliktige er avskåret fra å utøve. Dette gjelder både der en aksjeeier forsømmer sin tilbudsplikt, men etter børsens syn også i tilbudsperioden der pliktig tilbud er fremsatt, men ikke avsluttet.

Aksjeeier som forsømmer sin tilbudsplikt kan ilegges daglig mulkt. Mulkten påløper inntil den nevnte avhendelsesplikt er oppfylt. Oslo Børs fastsetter mulktens størrelse. Påløpt mulkt forfaller til betaling ved påkrav og er tvangsgrunnlag for utlegg. Mulkten tilfaller statskassen. I tillegg vil børsen etter omstendighetene kunne stryke et børsnotert selskap fra kursnotering dersom dette forsømmer sin tilbudsplikt.

I henhold til § 5C tredje ledd, kan børsen kreve opplysninger fra fondsmeglerforetak, selskap og personer som kan ha betydning for spørsmålet om tilbudsplikt.

Oslo Børs kan pålegge foretak eller person som ikke oppfyller opplysningsplikten, en daglig løpende mulkt inntil plikten er oppfylt.

9.1.2.7 Forskrifter

Kongen kan i henhold til § 5B fastsette nærmere regler for tilbudsplikt etter § 5A. Kompetansen er delegert til Finansdepartementet ved kgl.res. 16. juni 1989 nr. 384. I slik forskrift kan det bestemmes at reglene også skal gjelde ved erverv av aksjer i grupper av aksjeselskaper hvor aksjene ikke er børsnoterte. En forskrift kan i henhold til loven, også omfatte unntak for erverv av aksjer ved arv, skifte, gave eller ved vederlag ved fusjon eller ved inndrivelse av krav mot en skyldner. I Ot.prp. nr. 53 (1988-89) s. 26 er det vist til at det f.eks. vil kunne være aktuelt å fastsette nærmere regler om hvordan tilbudet skal utformes og fremsettes og hva det skal inneholde. Tilsvarende gjelder mer tekniske bestemmelser om beregningen av tilbudsprisen, f.eks. om rentespørsmål.

Forskrifter i henhold til vphl. § 5B er ikke gitt. I forbindelse med ikrafttredelsen av vphl. §§ 5A-5C ble imidlertid utkast til forskrift sendt på høring. I denne forbindelse uttalte Finansdepartementet:

> «Oslo Børs skal ved håndhevelsen av tilbudspliktreglene legge til grunn de retningslinjer som fremgår av forskriftsutkastets retningslinjer etter vphl. §§5A-5C.»

De børsnoterte selskapene og børsmedlemmene ble orientert om departementets pålegg i Oslo Børs' rundskriv av 4. april 1990.

Det nevnte forskriftsutkastet inneholdt bl.a. regler om begrensninger i selskapets beslutningsmyndighet i tilbudsperioden og krav til uttalelse om tilbudet fra styret i det selskap hvis aksjer er gjenstand for tilbud. Disse bestemmelsene er antatt å ikke kunne praktiseres før det er gitt tilstrekkelig hjemmel for disse i lov og forskrift. Forskriftsutkastet inneholder imidlertid også regler om hvilke opplysninger som minst skal fremgå av tilbudsdokumentet. Disse retningslinjer er delvis lagt til grunn i Oslo Børs' praksis, forsåvidt de kan ses som tolkninger eller presiseringer av lovbestemmelsene.

9.1.3 Børsforskriftens regler om frivillige tilbud og opplysningsplikt

9.1.3.1 Frivillige tilbud

I børsforskriftens kap. 7 er det gitt regler om frivillige overtakelsestilbud. Overtakelsestilbud er definert som «fremsettelse av tilbud om å kjøpe aksjer i et selskap i den hensikt å oppnå vesentlig innflytelse i dette, eller hvis tilbud om kjøp blir akseptert, som vil gi tilbyderen slik innflytelse». Reglene gjelder ikke tilbud som rettes særskilt til enkelte aksjonærer, med mindre tilbudene fremsettes under ett eller i sammenheng og har samme innhold.

Børsforskriftens nærmere bestemmelser om overtakelsestilbud retter seg mot de børsnoterte selskapene og børsmedlemmene. Børsnoterte selskaper skal følge reglene ved tilbud på alle typer selskaper, med mindre dette er et personlig firma eller ikke har allmennhetens interesse. Tilsvarende skal børsnoterte selskaper som blir søkt overtatt, bidra til å fremme samme fremgangsmåte. Et børsmedlem som bidrar ved overtakelsestilbud skal håndheve regelverket tilsvarende.

Alle aksjonærer som omfattes av tilbudet skal i henhold til forskriften § 7-2 behandles likt og har krav på samme fullstendige informasjon. Oslo Børs har lagt til grunn at tilbyder i utgangspunktet står fritt til å bestemme hvem et tilbud skal omfatte. § 7-2 inneholder nærmere krav til hvilke opplysninger tilbudet skal inne-

holde. Tilbudet skal begrunnes, og skal så langt det passer angi synspunkter på fremtidig utnyttelse av selskapets ressurser.

I børsforskriften § 7-3 fremgår det at det selskap som kjøpes opp, når overtakelsestilbud er forpliktende fremsatt, bør uttale seg om tilbudet. Bestemmelsen pålegger ingen direkte plikt til å gi slik uttalelse.

Et forpliktende overtakelsestilbud skal uten ugrunnet opphold meddeles børsen, jf. § 7-6. Børsen skal offentliggjøre tilbudet og en eventuell uttalelse fra selskapets styre.

9.1.3.2 Opplysningsplikt

Det følger av børsforskriften § 5-2 annet ledd nr. 6 at børsnoterte selskaper har plikt til å informere børsen om «tilbud om kjøp av alle eller en klasse av aksjer utstedt av selskapet eller bytte av slike mot aksjer i annet selskap, så snart det er mottatt». Det skal også opplyses om resultatet av tilbudet.

9.1.4 NOU 1991:25 Lånefinansierte selskapsoppkjøp

Finansdepartementet oppnevnte 7. september 1989 en arbeidsgruppe for å utrede spørsmål i tilknytning til lånefinansierte selskapsovertakelser (LBO-utvalget). Utvalgets innstilling ble fremlagt 22. august 1991, og er trykket som NOU 1991:25.

LBO-utvalget la i sin innstilling til grunn at det ikke var grunnlag for å fremme forslag om materielle begrensninger i adgangen til å gjennomføre selskapsoppkjøp som er basert på en høy grad av lånefinansiering. Betenkeligheter som måtte knytte seg til selskapsoppkjøp med etterfølgende rasjonaliseringstiltak og strukturtilpasninger, ville etter utvalgets syn først og fremst være av næringspolitisk karakter, og forsåvidt reise prinsippielle spørsmål av betydelig rekkevidde som falt utenfor utvalgets mandat. Utvalget kom til at gjeldende regler om tilbudsplikt kan være et utgangspunkt for regler om oppkjøpstilbud generelt, herunder frivillige tilbud. Utvalget vurderte også reglene om tilbudsplikt i lys av erfaringene med regelverket. Det ble i innstillingen fremmet forslag både om visse presiseringer og en viss videre utbygging av reglene om tilbudsplikt. Ved utarbeidelsen av forslagene så utvalget hen til EU-kommisjonens direktiver på området, herunder Forslag til 13. selskapsdirektiv om overtakelsestilbud (siste utkast (10.9.90 COM (90) 416 final-SYN 186)). NOU 1991:25 har vært på høring.

9.2 UTENLANDSK RETT

9.2.1 EØS-rett

Som nevnt ovenfor har EU-kommisjonen fremmet forslag til eget direktiv om overtakelsestilbud (Forslag til 13. selskapsdirektiv, COM (90)416 final-SYN 186). Medlemslandene har imidlertid ikke kommet til enighet om innholdet i direktivforslaget. Det synes derfor på det rene at utkastet ikke vil bli vedtatt i sin nåværende form. Fra kommisjonshold har det i den senere tid blitt gitt uttrykk for at det er en mulighet for at Kommisjonen vil legge frem et revidert direktivutkast. Selv om revidert utkast skulle bli fremmet, må det antas at et EU-direktiv om overtakelsestilbud ikke blir vedtatt med det første.

9.2.2 Storbritannia

Regler om tilbudsplikt fremgår av «The City Code of Take-Overs and Mergers». City Code har regler både om pliktige tilbud og frivillige tilbud. Ved frivillige tilbud

er det fastsatt hvordan tilbudet skal gjennomføres for å sikre likebehandling. Plikt til å fremsette tilbud inntrer ved erverv av aksjepost som fører til at erververen får mer enn 30 pst. av stemmene i selskapet, og ved erverv av aksjepost i løpet av 12 måneder som gir mer enn 2 pst. av stemmene dersom vedkommende fra før innehar mellom 30 og 50 pst. av selskapets stemmer. Arv, skifte og gave vil ikke utløse tilbudsplikt med mindre det f.eks. er en gavetransaksjon som fremstår som en konstruksjon for å omgå tilbudspliktreglene. Heller ikke fusjon vil normalt utløse tilsbudsplikt. Fusjon ses på som konsolidering («coming together») for to aksjonærer. Disse vil imidlertid ha begrenset adgang til videre erverv.

Det er gitt regler om konsolidering og indirekte erverv. Når det gjelder indirekte erverv er det uttalt følgende i kommentarutgaven Weinberg and Blank on Take-overs and Mergers (Note 7 on rule 9.1):

> «Occasionally, a person or group of persons aquiring statutory control of a company (which need not to be a company to which the Code applies) will thereby acquire or consolidate control, as defined in the Code of a second company because the first company itself holds a controlling block of shares in the second company, or holds shares which, when aggregated with those already held by the person or group, secure or consolidate control of the second company. The Panel will not normally require an offer to be made under this Rule in these circumstances unless either: –
> a)the shareholding in the second company constitutes a substantial part of the assets of the first company; or
> b)one of the main purposes of aquiring control of the first company was to secure control of the second company.»

Hvorvidt aksjeinnehavet skal ses som «a substantial part» av selskapets aktiva etter bokstav a, vil avhenge av ulike momenter. Det antas imidlertid at en prosentmessig avgrensning vil ligge i størrelsesorden 75 pst.

Når tilbudsplikt utløses, plikter erverver å gi de øvrige aksjonærer et kontanttilbud, lik den høyeste kurs for aksjene siste 12 måneder. The Panel kan gjøre unntak fra denne bestemmelsen på anmodning fra tilbyder i det konkrete tilfellet. I Weinberg and Blank sies det følgende om adgangen til å gjøre unntak:

> «Factors which the Panel might take into account when considering an application for an adjusted price include: –
> a)the size and timing of the relevant purchases;
> b)the attitude of the offeree board;
> c)whether shares have been purchased at high prices from directors or other persons closely connected with the offerer or the offeree company; and
> d)the number of shares purchased in the preceding 12 months.»

Tilbudet må omfatte alle utestående aksjer. Det gis ingen rett til proratarisk avkorting. Tilbudet kan imidlertid gjøres betinget av at erververen når opp i minst 50 pst. av kapitalen.

The City Code og virksomheten til the Panel on Take-Overs and Mergers som håndhever regelverket, ligger formelt utenfor det regelverket som er etablert gjennom Financial Services Act. Panelet opererer som et selvregulerende subjekt og har ingen rettslige saksjoner til disposisjon. SIB har imidlertid pålagt personer som er autorisert etter reglene i Financial Services Act, å følge City Code. Reglene i City Code vil derfor indirekte kunne håndheves gjennom reglene i Financial Services Act.

9.2.3 Sverige

Det svenske regelverket inneholder ikke regler om tilbudsplikt. Spørsmålet om det skal innføres tilbudsplikt har vært gjort til gjenstand for ulike utredninger som har konkludert noe forskjellig. Det foreligger pr. idag ikke forslag til slike regler. Det følger imidlertid av «lag om handel med finansiella instrument» at det skal utarbeides prospekt ved tilbud om kjøp av finansielle instrumenter. Prospektet skal sendes Finansinsektionen med søknad om registrering. Etter registrering skal prospektet offentliggjøres.

9.2.4 Danmark

Bestemmelser om tilbudsplikt fremgår i dag av børsetiske regler fastsatt av København Fondsbørs. I den utvalgsinnstilling som ligger til grunn for Børsreform II foreslås det imidlertid at slike regler tas inn i verdipapirhandelloven. I forbindelse med disposisjoner som direkte eller indirekte resulterer i overdragelsen av en aksjepost, som rettslig eller faktisk gir kontroll over et selskap, som har en eller flere aksjeklasser opptatt til notering på en fondsbørs, foreslås det at erververen skal gi alle selskapets aksjonærer mulighet til å avhende sine aksjer på identiske betingelser. Detaljregler om når det foreligger faktisk og rettslig kontroll av en slik art at tilbudsplikt utløses, skal etter forslaget fastsettes av Fondsrådet. Fondsrådet er foreslått som et nyopprettet tilsynsorgan som skal utøve markedstilsynet i stedet for Finanstilsynet.

9.3 UTVALGETS VURDERINGER

9.3.1 Innledning

Som nevnt har LBO-utvalget utredet spørsmål i tilknytning til lånefinansierte selskapsoppkjøp. Utvalgets innstilling er trykket som NOU 1991:25. I verdipapirhandellovutvalgets mandat er det lagt til grunn at utvalget skal foreta den nødvendige avgrensning i sitt arbeid i forhold til spørsmål som nylig har vært realitetsbehandlet eller utredet. Forsåvidt gjelder utredninger er det spesielt vist til NOU 1991:25. LBO-utvalgets utredning ble avgitt kort tid etter at reglene om tilbudsplikt trådte i kraft. De forslag som er fremmet må derfor vurderes på bakgrunn av den praksis som senere er kommet frem når det gjelder effekten av og praktiseringen av tilbudspliktsreglene. Dette utvalget finner også grunn til å peke på at LBO-utvalgets forslag i noen grad må ses på bakgrunn av sin tids erfaringer med selskapsoppkjøp, herunder såkalte lånefinansierte oppkjøp. Det var på denne tiden i stor grad fokusert på «uheldige» og uvennlige oppkjøp. Verdipapirlovutvalget kan ikke se at utviklingen i årene fra 1991 tilsier at den forholdsvis restriktive grunntanke som følger av LBO-utvalgets forslag, uten videre bør legges til grunn for ny lovgivning i dag. Verdipapirhandellovutvalget har derfor funnet grunn til å vurdere tilbudspliktsreglene på forholdsvis fritt grunnlag utfra den samlede utvikling på området, dvs. i de siste 5 år. Det vil imidlertid refereres til LBO-utvalgets vurderinger underveis.

Verdipapirhandellovutvalget ser ikke behov for særlige regler om såkalte lånefinansierte selskapsoppkjøp. Dette er i samsvar med LBO-utvalgets vurdering. Et unntak er at LBO-utvalget har foreslått at forbudet i aksjeloven §12-10 siste ledd mot å yte lån eller stille sikkerhet for lån med sikte på at låntaker skal erverve aksjer i selskapet, utvides for børsnoterte selskaper til også å gjelde i en viss periode etter at oppkjøpet har funnet sted. Etter Verdipapirlovutvalgets syn bør slike regler eventuelt fremgå av den alminnelige selskapslovgivningen. Verdipapirlovutvalget kan

for øvrig ikke se at de senere års erfaringer med selskapsoppkjøp, tilsier at etterfølgende finansbistand fra børsnoterte selskap har ført til spesielle problemer.

Derimot vil utvalget peke på at det er enkelte andre utviklingstrekk som synes mer aktuelle ved vurderingen av tilbudspliktreglene, og da særlig grensen for tilbudsplikt. Dette gjelder det forhold at antall utenlandske aksjonærer og aksjer som er forvalterregistrert, medfører at den reelle kontrollen over selskapene dels kan flyttes til aksjonærer som eier mindre enn 45 pst. og dels til selskapets administrasjon. Dette kan gjøre at markedet for selskapskontroll virker mindre spontant enn det ellers kunne vært grunnlag for. Denne problemstillingen er nærmere drøftet under *"Prosentgrense for tilbudsplikt"* i punkt 9.3.3. Utvalget vil forøvrig peke på at internasjonalisering av børsnotering og registrering av verdipapirer, kan reise tilsvarende spørsmål der utenlandske selskaper er notert på norsk børs. I slike tilfeller vil det regelmessig være vanskelig for aksjonærene i Norge å møte frem på generalforsamlinger i selskapets hjemland. Utvalget har imidlertid notert seg at det i enkelte av selskapene som faller inn under denne kategorien er etablert ordninger der en depotbank kan opptre på generalforsamlingen på de norske aksjonærenes vegne.

Verdipapirhandellovutvalget har vurdert i hvilken grad det overhodet er behov for regler om tilbudsplikt. En rekke land har ikke slike regler, og noe EU-direktiv på området synes ikke å ville bli fastsatt i overskuelig fremtid. Formålet bak de regler vi har i dag er i første rekke hensynet til aksjonærene i et målselskap. Ved kontrollskifte i et børsnotert selskap bør minioritetsaksjonærene gis en mulighet til å trekke seg ut av selskapet. Dette både av hensyn til de endringer et slikt kontrollskifte medfører for de øvrige aksjonærenes innflytelse i selskapet, men også av hensyn til den svekkelse av aksjenes likviditet det kan medføre at en betydelig andel av aksjene besittes av èn aksjonær. Alle aksjonærer bør videre tilbys den samme mulighet og de samme betingelsene for å selge sine aksjer. I dette ligger også at det bør være regler som sikrer alle aksjonærene en andel i den høyere pris – såkalt kontrollpremie – den nye kontrollerende aksjonær ofte er villig til å betale for å kjøpe seg opp til en kontrollerende post.

Som nevnt i *"Økonomisk bakgrunn for regulering av verdipapirmarkedene"* i kap. 2 kan en oppkjøper, ved å kjøpe opp mesteparten av de utestående aksjene i et selskap som fra før har en meget likvid aksje, skaffe seg en sterk markedsmakt som kan utnyttes overfor de aksjonærene som fortsatt sitter med aksjer. Etter et slikt stort oppkjøp, vil annenhåndsomsetningen av aksjene bli betydelig mindre, det vil si at aksjen blir mindre likvid. Det vil føre til et fall i aksjeprisen. Hvis prisen før oppkjøpene begynte, var riktig ut fra de underliggende økonomiske forhold i selskapet, vil dette medføre at aksjene blir underpriset. Dermed vil de resterende aksjonærene kunne være villig til å selge aksjer til oppkjøperen til en for lav pris, og oppkjøperen kan skaffe seg en fortjeneste på deres bekostning. Dette bidrar ikke bare til å gjøre oppkjøp uten at det kan antas å foreligge noen verdiskapning, privatøkonomisk lønnsomt, men kan også sies å være i strid med alminnelige rettferdighetsnormer.

Utvalget legger til grunn at det fortsatt er behov for regler om tilbudsplikt, som tar sikte på å sikre likebehandling samt hindre at minioritetsaksjonærene i et overtatt selskap lider økonomisk tap som følge av selskapsovertakelsen. Dersom man ikke har regler om tilbudsplikt kan det være tilfeldig hvem som får andel i tilbudsprisen. Regler om tilbudsplikt må også antas å kunne forhindre overtakelser der hensikten kun er å ta ut ressurser av selskapet til fordel for de nye eierne og til ugunst for mindretallsaksjonærene. Når det gjelder hensynet til likebehandling viser utvalget til at det i en overtakelsessituasjon vil være en nærliggende mulighet for at oppkjøperen kan være villig til å betale en overkurs for aksjer i selskapet for å skaffe seg kontroll. De aksjonærer som i en slik situasjon selger til en overkurs, mottar en sitasjonsbe-

stemt fordel som de øvrige aksjonærer ikke får. Det kan anføres at dette ikke svarer til hva som må kreves av likebehandling mellom aksjonærene, og at de øvrige aksjonærene derfor har et rettmessig krav på et utløsningstilbud til tilsvarende kurs. Utvalget viser forøvrig til at tilbudspliktregler ivaretar et offentlig hensyn, ved at de bidrar til å skape den tillit som må anses nødvendig for et velfungerende verdipapirmarked.

På bakgrunn av de hensyn som er nevnt, foreslår utvalget at regler om tilbudsplikt videreføres. Utvalget er ikke kjent med motforestillinger mot prinsippet om tilbudsplikt fra markedsaktørenes side.

9.3.2 Reglenes anvendelsesområde

9.3.2.1 Børsnoterte aksjer

Verdipapirhandellovens regler om tilbudsplikt omfatter den som gjennom erverv blir eier av *børsnoterte aksjer*. Som børsnoterte aksjer regnes aksjer notert på norsk børs. Oslo Børs har lagt til grunn at reglene gjelder ethver norsk selskap som er notert på Oslo Børs uavhengig av om de også er notert på andre børser. Tilbudspliktreglene vil gjelde uavhengig av om den aksjonær som overskrider tilbudspliktgrensen er norsk eller utenlandsk.

Verdipapirhandellovutvalget foreslår at regler om tilbudsplikt, i likhet med bl.a. reglene om flagging, fortsatt bør gjelde ved erverv av aksjer i norsk aksjeselskap som er notert på norsk børs. I likhet med de øvrige reglene som knytter seg til børsnoterte aksjer eller andre børsnoterte verdipapirer foreslås det at reglene kun skal gjelde selskaper hvis aksjer er børsnotert på *norsk* børs. Dersom det etableres andre regulerte markeder i Norge, bør tilbudspliktreglene etter utvalgets syn gis anvendelse også på aksjer som omsettes i slikt marked. Det vises til den forskriftshjemmel som er foreslått i *"Lovens formål samt stedlig og saklig virkeområde"* i kap. 3. Gjeldende bestemmelser om at det i forskrift kan fastsettes at reglene helt eller delvis skal gjelde for selskaper som ikke er børsnoterte, men som har utstedt aksjer som er gjenstand for annen organisert omsetning foreslås på denne bakgrunn opphevet.

Gjeldende regler er som nevnt forstått slik at de kun omfatter norske aksjeselskaper. I en del år ble det i Oslo Børs kursnoteringsavtaler tatt inn bestemmelser om at utenlandske selskaper notert på Oslo Børs skulle fastsette tilbudspliktregler i sine vedtekter. Børsen har gått bort fra denne praksis de siste årene. Verdipapirhandellovutvalget viser til at tilbudspliktreglenes formål er å ivareta interessene til aksjonærer som har investert i det norske markedet, herunder å bidra til den tillit til markedet som anses nødvendig for et velfungerende verdipapirmarked. Dette kunne tilsi at reglene burde gis anvendelse på et hvert selskap hvis aksjer er notert på norsk børs uavhengig av selskapets nasjonalitet. På den annen side viser utvalget til at grensen for tilbudsplikt etter det norske regelverket er fastsatt på bakgrunn av bl.a. de norske aksjereglene. Ettersom de materielle selskapsrettslige reglene kan variere fra land til land, kan det ikke nødvendigvis legges til grunn at det også i utenlandske selskaper er mulig å oppnå kontroll med den samme prosentsats som i norske selskaper. Det vises videre til at håndheving av tilbudspliktreglene vil være vanskelig i forhold til utenlandske selskaper, spesielt dersom selskapets aksjer er notert på flere børser. Eksempelvis vises det til situasjonen der en amerikansk aksjonær overskrider den norske tilbudspliktgrensen i et selskap hvis aksjer er børsnotert både i Norge og i Sverige.

Utvalget har på bakgrunn av de forhold som er nevnt kommet til at tilbudspliktreglene, som etter gjeldende regler, kun bør gjelde i forhold til norske aksjeselskaper. Dersom utenlandske selskaper som omsettes i norsk regulert marked, skulle ønske å innføre tilsvarende regler i selskapets vedtekter, antar utvalget at dette fort-

satt vil kunne gjøres innen de rammer børsregelverket fastsetter. Det aktuelle må antas å være at selskapet fastsetter en plikt for styret til å nekte transport av den aksjepost som gjør at tilbudspliktgrensen overskrides, hvis det ikke fremsettes et tilbud til de øvrige aksjonærene. Brudd på styrets plikter vil i tilfelle kunne medføre strykning av selskapet fra børs.

Dersom aksjer i norsk aksjeselskap er børsnotert både i Norge og i utlandet legger utvalget opp til at pliktig tilbud i utgangspunktet bør framsettes etter det norske regelverket. Et slikt utgangspunkt vil imidlertid kunne komme i konflikt med regelverket i andre land aksjene er notert. Det vises i denne forbindelse til at enkelte land har ulike regler avhengig av om den aktuelle børsen anses som et selskaps primær – eller sekundærbørs. Dersom Oslo Børs anses som et selskaps sekundærbørs, vil normalt regelverket i primærbørsens hjemland forutsettes å komme til anvendelse. Tilsvarende regelkonflikter vil kunne oppstå i forbindelse med aksjer børsnotert i Norge og depotbevis børsnotert i utlandet. Verdipapirhandellovutvalget antar at slike regelkonflikter bør finne sin løsning gjennom utvikling av praksis. Det foreslås derfor at børsen kan gjøre unntak fra reglene om tilbudsplikt i tilfeller der et selskap har aksjer som er notert på flere børser.

Verdipapirhandellovutvalget forutsetter på den annen side at reglene om tilbudsplikt ikke skal komme til anvendelse ved erverv av aksjer i norsk aksjeselskap, hvis aksjer bare er omsatt i utenlandsk regulert marked.

9.3.2.2 Stemmerett

Utvalget foreslår i samsvar med LBO-utvalgets utkast en presisering av at tilbudsplikten utløses uavhengig av om de stemmeberettigede aksjene er børsnoterte, dvs. også der de aksjer det er knyttet stemmerett til ikke er børsnoterte, men der det aktuelle selskapet har børsnoterte aksjer. Dette vil være nødvendig for å sikre tilbudsplikt der kontrollen er knyttet til en aksjeklasse som ikke er børsnotert. Erverv av en slik aksjeklasse vil medføre kontrollskifte og dermed begrunne tilbudsplikt.

Tilbudet foreslås, i samsvar med gjeldende rett, å skulle gjelde også aksjer med begrenset eller ingen stemmerett. Dette følger naturlig av at hensikten med reglene bl.a. er å sikre utløsning og likebehandling for alle aksjonærene.

9.3.2.3 Suspensjon mv.

Etter børsloven § 4-11, jf. børsforskriften § 25-1 kan børsstyret dersom særlige grunner tilsier det, vedta suspensjon av notering og handel vedrørende et børsnotert verdipapir. Suspensjon kan vedtas for inntil 3 uker. Utvalget legger til grunn at suspenderte aksjer skal anses som børsnoterte i forhold til tilbudspliktreglene. Tilbudsplikt vil dermed kunne utløses dersom en aksjonær kjøper seg over tilbudspliktgrensen i suspensjonsperioden.

Etter børsforskriften § 25-3 kan børsen vedta såkalt midlertidig strykning av et verdipapir for en periode på inntil 4 måneder dersom det er nærliggende mulighet for at det forhold som betinger strykning kan avklares eller fjernes innen rimelig tid. Forhold som betinger strykning er etter børsforskriftens § 25-2 at verdipapiret ikke lenger tilfredsstiller vilkårene for børsnotering eller at særlige grunner forøvrig tilsier strykning. I utgangspunktet vil en aksje som er strøket fra børsnotering anses som ikke-børsnotert. Dette er i dag lagt til grunn også i perioder hvor det er vedtatt midlertidig strykning. Det kan imidlertid stilles spørsmål ved om dette kan virke noe urimelig i forhold til tilbudspliktreglene. En aksjonær kan i tilfelle kjøpe seg opp til kontrollerende aksjepost i selskapet i strykningsperioden, og dermed unngå tilbudsplikt selv om selskapet både før og etter ervervet vil være børsnotert. Utval-

get antar imidlertid at den nevnte problemstilling vil oppstå i svært få tilfeller. Det antas heller ikke å være noe grunnlag for omgåelse av tilbudspliktreglene, idet vilkårene for strykning vil måtte foreligge også ved midlertidig strykning. Selskapet vil dermed ikke selv kunne beslutte seg strøket.

9.3.3 Prosentgrense for tilbudsplikt

Grensen for tilbudsplikt varierer i de land som har slike regler. I det tidligere nevnte utkast til EU-direktiv er grensen foreslått til en tredjedel av stemmene i selskapet. Utvalget har undersøkt regelverket i ni europeiske land. De land som har regler om tilbudsplikt er Belgia (der kjøpers hensikt er å kontrollere selskapet), Frankrike (33,3 pst.), Italia (der kjøpers hensikt er å kontrollere selskapet), Spania (25 pst.) og Sveits (33,3 pst. i henhold til vedtatt men ikke ikraftsatt lov).

Den norske grensen for tilbudsplikt har sammenheng med eierkonsentrasjonen i norske børsnoterte selskaper. I et lite marked med forholdsvis høy eierkonsentrasjon, vil ikke en tredjedel av stemmene nødvendigvis medføre at faktisk kontroll i selskapet skifter. Utvalget antar at en grense på 45 pst. som i dag, er for høy. I praksis er det grunn til å anta at kontroll som regel vil oppnås på et noe lavere nivå. Dette er bl.a. fordi det tradisjonelt har vært vanskelig å organisere mindre aksjonærer mht. fremmøte og avgivelse av stemmer på generalforsamlinger.

I tillegg kommer at lov- og vedtektsbestemte stemmerettsbegrensninger, utenlandske aksjonærers andel av aksjene, samt forvalterregistrerte aksjer vil kunne påvirke hvilket nivå som rent faktisk gir kontroll. Disse forhold er nærmere omtalt under *"Stemmerettsbegrensninger"* i punkt 9.3.4. Som det fremgår der kan et verdipapirfond ikke avgi stemme for mer enn 5 pst. av den stemmeberettigede kapital i selskapet, selv om fondet kan eie inntil 10 pst. av den stemmeberettigede kapital. Ved forvalterregistrerte aksjer kan ikke forvalteren (eller den uregistrerte men reelle eier) stemme for aksjene. I selskaper der verdipapirfond eier mer enn 5 pst. av den stemmeberettigede kapitalen og/eller der deler av aksjene er forvalterregistrert, må det derfor antas at kontroll kan oppnås ved en lavere prosentandel enn i andre selskaper. Dette fordi en betydelig andel av stemmene av rettslige og faktiske årsaker ikke vil bli benyttet. Det samme kan skje i selskaper der deler av den stemmeberettigede kapitalen er eiet av utlendinger uten at aksjene er forvalterregistrert. Dette fordi utlendingene i liten grad møter frem for å avgi stemme. Det vises i denne sammenheng til at utenlandske investorers eierandel på Oslo Børs har økt fra 18,2 i 1984 til 33 prosent i oktober 1995 (målt som andel av total markedsverdi).

For å belyse de forhold som er nevnt, har utvalget innhentet en oversikt over de 20 største aksjonærene i 12 selskaper notert på Oslo Børs, der største aksjonær eier mellom 40 og 45 pst. av den stemmeberettigede aksjekapitalen. Hensikten med denne oversikten er å vise hvor stor andel av de øvrige stemmer i selskapet som må antas berørt av faktiske og rettslige hindre som nevnt over. Oversikten som er utarbeidet i september 1995 viser at fire av selskapene verken hadde utenlandske eiere, aksjefond med eierandel på mer enn 5 pst. eller forvalterregisterte aksjer. Blant de øvrige selskapene var de nevnte grupper representert som følger:

Bona Shipholding	11,43 pst.	forvalterregistrert
	38,10 pst.	utlendinger
Industriinvestor	5,88 pst.	forvalterregistrert
	11,20 pst.	utlendinger

Det Søndenfjeldske	10,17 pst.	utlendinger
Dual Invest (A-aksjer)	4,76 pst.	utlendinger
	3,47 pst.	verdipapirfond (utover 5 pst.-grensen)
Maritime Group	3,56 pst.	utlendinger
	1,90 pst.	verdipapirfond (utover 5 pst.-grensen)
Jøtul	1,53 pst.	forvalterregistrert
Belships	1,06 pst.	utlendinger

Som forvalterregistrerte aksjer regnes i oversikten de aksjer som er merket med nominé i VPS-listene. Som utlendinger i oversikten, regnes de utlendinger som kommer i tillegg til dem som har sine aksjer forvalterregistrert. I tilfeller der en majoritetsaksjonær er utlending, er vedkommende holdt utenfor oversikten. Som det fremgår varierer innslaget av de tre typer aksjonærer som er med i oversikten, fra 49,53 pst. til 1,06 pst.. I tillegg til denne oversikten kommer andre selskaper uten en dominerende aksjonær hvor en stor grad av forvalterregistrering gjør at en liten andel av stemmene kan medføre kontroll i selskapet.

Oversikten som gjengitt over tyder på at en del av stemmene i de nevnte selskapene ikke vil bli benyttet, og at det dermed kreves en mindre andel for å oppnå kontroll i selskapene. På den annen side bør det etter utvalgets syn i utgangspunktet utvises forsiktighet med å endre etablerte regler dersom ikke sterke hensyn gjør seg gjeldende. 45 pst. grensen for utløsning av tilbudsplikt ble i sin tid fastsatt etter en skjønnsmessig vurdering, der det bl.a. ble lagt vekt på at kontrollen i mange selskaper kan oppnås med stemmeandeler mellom 40 og 50 pst. I Ot.prp. nr. 53 (1988-89) er det fremhevet at et sentralt hensyn ved utformingen av forslaget er at det ikke skal virke for strengt, men det forutsettes at dette er et spørsmål som må vurderes etter at de nye reglene har virket i noen tid. Utvalget viser forøvrig til at 45 pst. grensen må antas å ha vært kjent i markedet ved innføringen av reglene, i det de skatterettslige reglene om såkalt selgende gruppe var knyttet til den samme grensen.

På bakgrunn av de forhold som nevnt over, vil utvalget foreslå at grensen for tilbudsplikt senkes. Utvalget antar at kontroll i mange tilfeller vil kunne oppnås med 40 pst. av stemmene i et selskap notert på norsk børs. I konkrete tilfelle vil kontroll også kunne oppnås ved en lavere prosentandel. Det er imidlertid ikke mulig å utforme tilbudspliktregler som dekker ethvert tilfelle der den faktiske kontroll skifter. Det må gis en klar grense som markedsaktørene kan innrette seg etter.

En endring i tilbudspliktgrensen på 5 pst., kan synes begrenset. Dersom man ser på hvor stor fremmøteprosenten må være på generalforsamlingen for at en aksjonær skal kunne oppnå flertall blant de tilstedeværende, blir forskjellen imidlertid stor. En aksjonær med 45 pst. av aksjene, vil ha flertall på generalforsamlingen kun dersom mer enn 10 pst. ikke møter. En aksjonær med 40 pst. av stemmene vil ha flertall på generalforsamlingen hvis mer enn 20 pst. ikke møter. I selskap med spredt aksjonærstruktur antar utvalget at en generalforsamling med over 90 pst. frammøte er nesten utenkelig, særlig på bakgrunn av de forhold som er nevnt ovenfor med hensyn til forvaltningsregistrerte aksjer mv., som det rent faktisk ikke stemmes for.

Etter utvalgets syn bør gjeldende tilbudspliktgrense endres i lys av de erfaringer som foreligger. Det vises i denne forbindelse særlig til at den kontrollpremie som forutsettes fordelt på de gjenstående av selskapets aksjonærer, betales for det antall aksjer som er nødvendig for å oppnå økonomisk kontroll i selskapet. Dersom økonomisk kontroll kan forventes på et lavere nivå enn 45 pst., medfører dette at tilbudsprisen som vurderes på bakgrunn av det høyeste vederlag tilbuder har betalt de

siste 6 måneder før tilbudet, ikke nødvendigvis vil reflektere den reelt betalte kontrollpremie. At man i dag foretar en endring av grensen for utløsning av tilbudsplikt vil etter utvalgets syn også være i samsvar med forutsetningene da tilbudsplikten ble innført i 1989. Ut fra en samlet vurdering foreslås det etter dette at grensen for utløsning av tilbudsplikt settes til 40 pst.

Utvalget antar at en senkning av tilbudspliktgrensen vil ha gunstige samfunnsmessige virkninger i form av økt tillit til det norske verdipapirmarkedet. Særlig gjelder dette i forhold til mindre investorer samt utenlandske investorer som normalt ikke deltar direkte i selskapets drift. Det anses vanskelig å si noe konkret om mulig virkning på kapitaltilgangen til norske aksjeselskaper. Etter det utvalget er kjent med ble det imidlertid ikke registrert noen negativ virkning på kapitaltilgangen da tilbudspliktgrensen på 45 pst. i sin tid ble innført. Det vises forøvrig til de generelle synspunkter som fremgår i *"Økonomisk bakgrunn for regulering av verdipapirmarkedene"* i kap. 2.

Utvalget antar at det ikke vil være spesielle omkostningsmessige problemer for selskapene, forbundet med å senke grensen for tilbudsplikt. Det vises til *"Etterfølgende erverv"* i pkt. 9.3.5.7 der det fremgår at innehav av over 40 pst. ikke vil utløse tilbudsplikt ved ikrafttredelse av eventuelle nye regler. Etterfølgende erverv vil imidlertid kunne utløse tilbudsplikt.

9.3.4 Stemmerettsbegrensninger

Etter gjeldende regler er tilbudsplikten knyttet til stemmene i selskapet. Det tas ikke hensyn til om det er knyttet lov-, forskrift- eller vedtektsfestede stemmerettsbegrensninger til aksjene.

Utvalget slutter seg til at tilbudsplikt må knyttes til erverv av de stemmeberettigede aksjene i selskapet, og ikke til erverv av selskapets totale aksjekapital uavhengig av i hvilken grad det er knyttet stemmerett til aksjene. Det er stemmerett som er avgjørende for bl.a. valg til selskapets styrende organer. Utvalget viser også til den begrunnelse som er gitt i Ot. prp. nr. 53.

Utvalget har vurdert i hvilken grad lov- eller vedtektsfestede stemmerettsbegrensninger knyttet til den stemmeberettigede kapital bør tas hensyn til ved vurderingen av om tilbudsplikt skal utløses. Stemmerettsbegrensninger kan ha avgjørende betydning for når en aksjonær oppnår faktisk kontroll i selskapet. I et selskap med 10 pst. stemmerettsbegrensning for den enkelte aksjonær (-gruppe) vil et tilbud, etter gjeldende regler, kunne føre til at tilbyder må betale for inntil 89 pst. av aksjene selv om vedkommende fortsatt står uten kontroll, dersom de øvrige 11pst. av aksjonærene ikke ønsker å selge sine aksjer. Slike generelle begrensninger kan være fastsatt i selskapets vedtekter, eller i lov eller forskrifter, jf. f.eks. finansieringsvirksomhetsloven § 2-4. Når det spesielt gjelder finansieringsvirksomhetsloven § 2-4 antas bestemmelsen for øvrig ikke å medføre problemer av betydning i denne sammenheng, idet stemmerettsbegrensningene normalt vil korrespondere med eierbegrensningsreglene. Det vises i denne forbindelse til at ingen av de bankene som er notert på Oslo Børs har vedtektsfestede stemmerettsbegrensninger utover det som følger av de lovbestemte. Et tiltalls av de øvrige selskapene som er notert på Oslo Børs har fastsatt begrensninger i vedtektene utover det som følger av lovgivningen. Begrensningene er fastsatt i form av prosentgrenser eller som særlige «skreddersydde» ordninger med f.eks. degressiv stemmerett, og har ofte historiske årsaker. I dag er det imidlertid ikke vanlig med vedtektsfestede stemmerettsbegrensninger i selskaper notert på Oslo Børs.

I tillegg til stemmerettsbegrensninger knyttet til de børsnoterte aksjene, er det fastsatt enkelte regler som knytter stemmerettsbegrensninger til konkrete investo-

rer. Eksempelvis nevnes verdipapirfondloven § 4-7 der det fremgår at et verdipapirfonds plasseringer ikke kan overstige 10 pst. av aksjekapitalen eller den stemmeberettigede kapitalen i et selskap. Det fremgår av samme bestemmelse at det uten hensyn til antall aksjer som er ervervet, ikke kan avgis stemme for mer enn 5 pst. av den stemmeberettigede kapital i selskapet. Private aksjonærers sparing i aksjer synes i økende grad å bli kanalisert gjennom verdipapirfond de siste årene. Fraværet av småaksjonærer i de børsnoterte selskapene, forsterker eierkonsentrasjonen i selskapene. Etter det utvalget kan se, forsterkes mulighetene til å oppnå kontroll i selskapet med en forholdsvis lav eierandel, ytterligere når særlige stemmerettsbegrensninger er pålagt enkelte aksjonærer, som f.eks. verdipapirfond.

En overgang til større grad av forvalterregistrering av aksjer etter aksjeloven § 3-14, kan også ha betydning for hvilken aksjepost som vil være nødvendig for å oppnå kontroll i selskapet. Forvalteren kan ikke stemme for de aksjer vedkommende har til forvaltning. Den enkelte aksjonær kan imidlertid til enhver tid overføre aksjene til sin egen VPS-konto og dermed oppnå stemmerett. Utvalget antar at forvalterregistrering i særlig grad vil ivareta praktiske behov for utenlandske aksjonærer som ikke ønsker å benytte sin innflytelse gjennom stemmeretten. Forvalterregistrering av aksjer i børsnoterte selskaper, kan derfor tilsi at kontroll over det aktuelle selskapet kan oppnås med en lavere stemmeandel enn dersom alle aksjer hadde vært registrert på den egentlige eier.

Også samtykkeklausuler kan reise spørsmål i forhold til når tilbudsplikten skal utløses. Utvalget legger imidlertid til grunn at samtykkenektelse i hovedsak ikke medfører problemer, idet det følger av børsforskriften § 2-4 at samtykke bare kan nektes dersom det foreligger skjellig grunn. Børsen kan stryke et selskap fra notering dersom samtykke nektes uten skjellig grunn. Bestemmelsen er praktisert strengt. Det har ikke vært ansett som skjellig grunn å forsøke å hindre et oppkjøp av selskapet, og flere selskaper som har forsøkt dette har vært varslet om mulighetene for strykning. Børsens praksis har her fått tilslutning av Børsklagenemden.

Når det gjelder andre eierbegrensningsbestemmelser viser utvalget for øvrig til at de børsnoterte selskapene har måttet endre sine vedtektsbestemmelser om særskilte eierbegrensninger for utlendinger, typisk gjennom frie og bundne aksjeklasser, som følge av EØS-avtalen. Et mindre antall selskaper har imidlertid generelle eierbegrensninger i vedtektene.

Utvalget anser det svært vanskelig å knytte grensen for tilbudsplikt til den reelle stemmevekt som til enhver tid vil bli utøvet i et selskap. Det eneste faste kriterium tilbudsplikten praktisk sett kan knyttes til, er det antall aksjer det er knyttet stemmerett til. Å hensynta i hvilken grad den enkelte aksjonær rent faktisk vil utnytte den stemmeretten som er knyttet til aksjene, kan vanskelig skje i loven. Utvalget anser det heller ikke praktisk hensiktsmessig å legge opp til et system der den faktiske adgang til å utnytte stemmeretten vurderes konkret i forhold til tilbudsplikten i det enkelte tilfelle. Det vises i denne forbindelse til at stemmerettsbegrensninger av betydning for en tilbyders mulige kontroll i selskapet, vil kunne følge av lov, forskrifter og vedtekter i det børsnoterte selskapet, men også av vedtektene til f.eks. en stiftelse som er aksjonær i selskapet. Heller ikke midlertidig tap av stemmerett etter aksjeloven § 3-4 siste ledd, vil det etter utvalgets syn være praktisk mulig å ta hensyn til i lovregler om når tilbudsplikt skal utløses. Utvalget har for alle de nevnte mulige innskrenkninger av den reelle stemmerett og stemmeinnflytelse, lagt vekt på at konkrete forhold i det aktuelle selskapet vil være avgjørende og at disse vil kunne være utsatt for hyppige endringer. Loven må ha et fast kriterium, ikke minst av hensyn til minioritetsaksjonærenes mulighet til å forutberegne sin rettsstilling. Det vises forøvrig til at selv om stemmeretten er begrenset, vil en aksjonær med mer enn 33 pst. av aksjene normalt ha reell innflytelse gjennom negativ kontroll mht. alle

vedtektsendringer o.l., hvor man også har innflytelse ut fra den kapital som er representert på generalforsamlingen.

Utvalget foreslår etter dette ikke endringer i gjeldende regler som knytter tilbudsplikten til stemmene i selskapet. Det vil si at tilbudsplikt utløses uavhengig av om det gjelder generelle stemmerettsbegrensninger i selskapet. Det forhold at kontroll kan oppnås på lavere nivå pga. særskilte begrensninger i enkelte aksjonærers adgang til å eie eller stemme for aksjer, er imidlertid et moment som etter utvalgets syn støtter utvalgets vurdering av at det bør fastsettes en lavere grense for tilbudsplikt enn den som gjelder i dag.

9.3.5 Tilbudsplikt gjennom erverv

9.3.5.1 Generelt om ervervskriteriet

Tilbudsplikt etter gjeldende regler inntrer for den som *gjennom erverv* blir eier av børsnoterte aksjer som representerer mer enn 45 pst. av stemmene i selskapet. Som erverv regnes i første rekke kjøp. Kjøp omfattes uavhengig av vederlagets art, dvs. at også bytte vil kunne utløse tilbudsplikt.

Ervervskriteriet medfører at tilbudsplikt ikke utløses bl.a. der et selskaps aksjekapital nedskrives, slik at en større aksjonær kommer over 45 pst. av stemmene i selskapet. En slik situasjon vil kunne oppstå dersom det foretas en nedskrivning som ikke fordeles forholdsmessig på selskapets aksjonærer eksempelvis sletting av aksjer innehatt av selskapet selv, jf. aksjeloven § 7-1. Utvalget legger til grunn at hensynene bak tilbudspliktreglene ikke gjør seg gjeldende i et tilfelle som det nevnte, særlig fordi det ikke vil være betalt en kontrollpremie som bør komme de øvrige aksjonærene til gode.

Etter utvalgets syn bør det i utgangspunktet derfor fortsatt stilles et ervervskrav for utløsning av tilbudsplikt, særlig for å sikre forutberegneligheten for mulige tilbydere. Dersom en aksjonær som har overskredet grensen for tilbudsplikt uten at det er foretatt noe erverv, senere erverver ytterligere aksjer, bør imidlertid det senere ervervet utløse tilbudsplikt. Det vises til drøftelsen nedenfor om etterfølgende erverv. Utvalget viser dessuten til drøftelsen under *"Utløsning av tilbudsplikt ved konsolidering, indirekte erverv og interne transaksjoner"* i punkt 9.3.8 forsåvidt gjelder eventuell tilbudsplikt som følge av indirekte erverv eller konsolidering.

Utvalget legger til grunn at tilbudsplikt skal utløses uavhengig av om ervervet forutsetter konsesjon eller annen tillatelse. Ervervet må i forhold til slike regler anses å være foretatt på det tidspunkt avtale er inngått. Det vises imidlertid til den særlige regel som foreslås videreført forsåvidt gjelder krav til styresamtykke, jf. *"Utløsning av tilbudsplikt"* i punkt 9.3.12.1.

9.3.5.2 Arv, skifte og gave

Etter gjeldende regler kan tilbudsplikt utløses ved erverv i form av både arv, skifte og gave. Ved forskrift kan det imidlertid gjøres unntak for slike erverv. I Ot.prp. nr. 53 (1988-89) er det vist til at erverv ved arv, skifte og gave trolig bare unntaksvis vil kunne resultere i kontroll i større børsnoterte aksjeselskaper. Departementet pekte på at man i vurderingen av om disse ervervsformer skulle kunne utløse tilbudsplikt, står overfor spørsmål av noe mer lovteknisk karakter, idet det er av betydning å motvirke at tilbudsplikt skal kunne svekkes gjennom omgåelsesdisposisjoner. Det ble derfor vist til den nærmere regulering man har mulighet til i forskrift.

Verdipapirhandellovutvalget legger til grunn at det normalt ikke bør utløses tilbudsplikt der tilbudspliktgrensen overskrides ved erverv i form av arv eller gave. Det vises til at det ikke vil foreligge noen kontrollpremie til fordeling på de øvrige

aksjonærene i slike tilfeller. Selv om ervervet fører til et kontrollskifte i selskapet, bør det etter utvalgets syn legges avgjørende vekt på de forpliktelser en eventuell utløsning av tilbudsplikt ville påføre mottakeren av arv eller gave. Etter utvalgets syn ville det være uheldig dersom mottaker av arv eller gave skulle påføres de omkostninger en plikt til å fremsette tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet, ville medført. Utvalget finner det videre lite rimelig å skulle forutsette at de aksjer som mottas ved arv eller gave, må selges, for at mottakers samlede aksjeinnehav skal komme under tilbudspliktgrensen. Det vises i denne sammenheng til at både arv og gave normalt vil bero på et personlig forhold mellom giver og mottaker. Normalt vil et slikt forhold vanskelig harmonere med et umiddelbart videresalg av det mottatte. Det vises dessuten til at det ved testamentsarv vil kunne være tatt forbehold om at den mottatte arv ikke skal videreselges.

Dersom erverv ved arv og gave unntas fra tilbudspliktreglene, ser utvalget ikke bort fra at det unntaksvis kan forekomme forsøk på omgåelse ved at et erverv organiseres som mottak av arv eller gave. Slike omgåelser må antas å i første rekke være mulig i forbindelse med forskudd på arv, samt ved gaver. Utvalget antar at det etter omstendighetene kan være grunnlag for å konsolidere giver og mottaker i slike tilfeller. I den grad det ikke kan anses å foreligge konsolideringsgrunnlag, antar utvalget at børsen, i de klare omgåelsestilfeller, bør kunne pålegge tilbudsplikt. Slikt pålegg må eventuelt begrunnes i at de hensyn som unntar arv og gave fra tilbudspliktreglene, ikke anses å være tilstede i det konkrete tilfellet.

Etter det Verdipapirhandellovutvalget er kjent med, er det svært få tilfeller der spørsmålet om tilbudsplikt har oppstått på bakgrunn av erverv ved arv eller gave. Utvalget antar derfor at en eventuell påleggskompetanse i liten grad vil være aktuell å benytte.

Utvalget foreslår etter dette et unntak fra reglene om tilbudsplikt der det ervervet som gjør at grensen for tilbudsplikt overskrides, er aksjer mottatt som arv eller gave. Det vises til drøftelsen nedenfor om senere erverv der tilbudspliktgrensen er overskredet gjennom erverv ved arv eller gave.

Aksjer ervervet ved ektefelleskifte kommer i en noe annen stilling enn aksjer ervervet ved arv eller gave. Et skifte vil normalt ikke ha preg av en ensidig disposisjon fra en giver. Ved et skifte av felleseie mellom ektefeller vil hver av partene ha rett til å beholde eiendeler eller rettigheter vedkommende fullt ut eller for det vesentlige eier, dersom det ikke vil være åpenbart urimelig etter forholdene, jf. ekteskapsloven av 4. juli 1991 § 66. Det ektefellene eier som særeie iht. ektepakt holdes utenfor skiftet. Etter ekteskapslovens system vil det derfor foreligge en presumpsjon for at det hver enkelt av ektefellene mottar i forbindelse med skiftet, er midler vedkommende måtte ses som eier av også da ekteskapet besto. Dette tilsier etter utvalgets syn at det i utgangspunktet ikke bør anses å foreligge noe kontrollskifte der aksjer går fra felleseie til en av ektefellene. Spørsmålet kan stille seg annerledes der en av ektefellene mottar den annen ektefelles aksjer som vederlag for overtakelse av andre av fellesboets eiendeler. Heller ikke i slike tilfeller bør det likevel etter utvalgets syn, kunne utløses tilbudsplikt. I den grad slikt vederlag vil være praktisk for å få gjennomført et felleseieskifte, legger utvalget til grunn at den ektefelle som mottar aksjene ikke bør påføres de omkostninger en tilbudsplikt vil medføre.

Heller ikke ved skifte ser utvalget bort fra at det kan forekomme omgåelsestilfeller der de hensyn som er nevnt ikke gjør seg gjeldende. I likhet med ved erverv ved arv og gave, foreslås det derfor at ervervet i utgangspunktet ikke skal kunne utløse tilbudsplikt, men at børsen kan pålegge tilbudsplikt i særlige tilfeller. Det vises for øvrig til *"Konsolidering"* i punkt 9.3.7 om konsolidering. De problemstillinger som er tatt opp der vil være aktuelle der begge ektefellene har eiet aksjer i det

børsnoterte selskapet og en av ektefellene overtar det samlede antall aksjer på skiftet.

9.3.5.3 Tegning av aksjer

Etter gjeldende regler anses tegning av aksjer som et erverv som kan utløse tilbudsplikt. Utløsning av tilbudsplikt vil i første rekke være aktuelt der det foretas en rettet emisjon eller en offentlig emisjon uten fortrinnsrett, dvs. der generalforsamlingen med flertall som for vedtektsendring har besluttet å fravike reglene om aksjeeiers fortrinnsrett, jf. aksjeloven § 4-2. Utvalget viser til at selskapets aksjonærer i slike tilfeller vil være inneforstått med at utenforstående, eller en av de eksisterende aksjonærene, øker sitt aksjeinnehav i forhold til de øvrige aksjonærene. Som grunnlag for beslutningen skal de i henhold til aksjeloven § 4-1, ha blitt forelagt et begrunnet forslag til beslutning om kapitalforhøyelse. I styrets forslag skal det opplyses hvem som skal ha rett til å tegne de nye aksjene og grunnen til at fortrinnsretten ønskes fraveket. Beslutningen om å forhøye kapitalen skal dessuten bl.a. angi det beløp som skal betales for aksjene, jf. aksjeloven § 4-4 første ledd nr. 6. Disse selskapsrettslige reglene kunne tilsi at det ikke er behov for regler om tilbudsplikt ved tegning av aksjer. Det kunne anføres at hensynet til de øvrige aksjonærene er tilstrekkelig ivaretatt gjennom den beslutningsprosedyre som følger av aksjeloven. Utvalget viser midlertid til at dette kan stille seg annerledes der generalforsamlingen gir styret fullmakt til å forhøye aksjekapitalen etter aksjeloven § 4-8. Aksjonærene vil i prinsippet kunne påvirke hvem emisjonen skal rettes mot og til hvilken pris aksjene skal tegnes. I praksis er det imidlertid ikke vanlig med noen utstrakt spesifisering av en slik styrefullmakt. Hensynet til aksjonærene kan derfor uavhengig av styrebeslutningen, tilsi at det gis mulighet for innløsning etter tilbudspliktreglene på bakgrunn av det kontrollskifte styrefullmakten eventuelt medfører.

Det bør i prinsippet ikke foreligge noen kontrollpremie til fordeling i det nevnte tilfelle, idet eventuell merverdi som betales i forhold til markedsverdi, går inn i selskapet til fordel for alle aksjonærene. En aksjonær vil imidlertid etter de regler som er skissert, kunne oppnå kontrollerende innflytelse i selskapet mot stemmene til 1/3 av aksjonærene. Tilbudspliktreglene er dessuten begrunnet ikke bare i hensynet til fordeling av kontrollpremie, men også i at aksjonærene skal gis mulighet til å tre ut av selskapet ved slikt kontrollskifte.

Utvalget kan ikke se at gjeldende regler om utløsning av tilbudsplikt ved tegning, har skapt problemer. Det foreslås derfor en videreføring av gjeldende rett på dette punktet.

Også forhøyelse av aksjekapitalen der aksjonærene har fortrinnsrett, vil for øvrig kunne medføre at en enkelt aksjonær overstiger grensen for tilbudsplikt. Dette kan skje i tilfeller der fortrinnsretten ikke nyttes fullt ut av alle aksjonærene. Utvalget legger til grunn at reglene om tilbudsplikt heller ikke i slike tilfeller har medført problemer. Dersom en aksjonær uforvarende skulle overskride grensen, fordi vedkommende blir tildelt aksjer som gjør at tilbudspliktgrensen overskrides vil vedkommende kunne velge å selge seg ned under grensen.

Utvalget foreslår etter dette at tilbudsplikt skal inntre der tilbudspliktgrensen overskrides som følge av tegning av aksjer.

9.3.5.4 Erverv av vederlagsaksjer ved fusjon

Etter utvalgets syn kan det stilles spørsmål ved om erverv av vederlagsaksjer ved fusjon bør kunne utløse tilbudsplikt. Etter gjeldende regler har Oslo Børs lagt til grunn at spørsmålet om en fusjon kan utløse tilbudsplikt, må løses forskjellig,

avhengig av om det er det overdragende eller overtakende selskapet som er børsnotert. Dersom et ikke-børsnotert selskap fusjoneres med et børsnotert selskap og det ikke-børsnoterte selskapet er overtakende selskap, har Oslo Børs lagt til grunn at det ikke utløses tilbudsplikt selv om en aksjonær i det fusjonerte selskapet når opp i mer enn 45 pst. av aksjene. Dette fordi den aktuelle aksjonær får utdelt vederlagsaksjer i et ikke-notert selskap, og fordi aksjonæren som eier f.eks. 90 pst. i det unoterte selskapet ikke mottar noen nye aksjer, men likevel ender opp med mer enn 45 pst. av aksjene i det fusjonerte selskapet. Selv om det fusjonerte selskapet etter fusjonen anses som børsnotert, har børsen ansett det tvilsomt om den aktuelle aksjonæren kan sies å gjennom erverv ha blitt eier av børsnoterte aksjer i lovens forstand.

Verdipapirhandellovutvalget viser til at fusjonsavtaler etter aksjeloven § 14-4 skal godkjennes av selskapenes generalforsamlinger. Beslutningen krever tilslutning fra minst to tredjedeler såvel av de avgitte stemmer som av den aksjekapital som er representert på generalforsamlingen. I børsforskriften kap. 17 er det nå gitt regler om prospekt ved fusjoner. Det følger av forskriftens § 17-1 at ved fusjon av selskaper med børsnoterte aksjer, skal ett av selskapene utarbeide prospekt som inneholder nærmere spesifiserte opplysninger. Ved fusjon hvor ett av selskapene ikke har børsnoterte akjer, kan børsen frita fra plikten til å utarbeide prospekt når fusjonen ikke har betydning for vurderingen av de børsnoterte aksjene eller når særlige grunner for øvrig tilsier det. Fusjonsprospektet skal etter forskriften § 17-2 offentliggjøres og sendes aksjonærene i de fusjonerende selskapene senest samtidig med innkallingen til generalforsamling for behandling av forslaget til fusjon.

Etter utvalgets syn ivaretar den prosedyre aksjeloven og børsforskriften legger opp til, hensynet til aksjonærene i de to selskapene som ønskes fusjonert. Aksjonærene fatter beslutningen om fusjon på bakgrunn av de opplysninger om selskapet som skal fremgå av prospektet. Aksjonærene behandles likt med hensyn til utbetaling av fusjonsvederlag og det vil ikke foreligge noen kontrollpremie som i henhold til tilbudspliktreglene bør komme minioritetsaksjonærene til gode. I tillegg vises det til at aksjelovens alminnelige minoritetsvernsregler gjelder på vanlig måte. Det vises til § 9-16 som fastsetter at generalforsamlingen ikke kan treffe beslutning som er egnet til å gi visse aksjeeiere eller andre en urimelig fordel på andre aksjeeieres eller selskapets bekostning, og § 15-1 om erstatningsansvar for bl.a. medlemmer av ledelsen og aksjeeiere for skade som vedkommende uaktsomt eller forsettelig volder selskapet, aksjeeiere eller andre under utøvelsen av sin oppgave. Dersom fusjonen får tilstrekkelig flertall på generalforsamlingen kan ikke utvalget se at det er hensyn som tilsier at minioritetsaksjonærene i det ene av de fusjonerende selskapene skal gis adgang til å trekke seg ut av selskapet etter reglene om tilbudsplikt dersom en tidligere aksjonær i det andre selskapet som følge av utstedelse av vederlagsaksjer når opp i en andel på 40 pst. av aksjene i det fusjonerte selskapet. Vedkommende kontrollerende aksjonær vil som nevnt ha mottatt vederlagsaksjer på samme betingelser som de øvrige aksjonærene. Det vil derfor ikke foreligge noen kontrollpremie som bør fordeles på de øvrige aksjonærene. Utvalget foreslår etter dette at tilbudspliktreglene ikke gis anvendelse der grensen for tilbudsplikt overskrides ved mottak av vederlagsaksjer i forbindelse med fusjon. Med en slik løsning unngås for øvrig den løsning Oslo Børs har lagt til grunn at følger av gjeldende regelverk, nemlig at det avhenger av hvilket selskap som er overtakende eller overdragende om tilbudsplikt vil utløses. Dette uavhengig av om det fusjonerte selskapet videreføres som børsnotert. En forutsetning for utvalgets konklusjon er imidlertid at senere erverv skal utløse tilbudsplikt, jf. drøftelsen under *"Etterfølgende erverv"* i punkt 9.3.5.7.

9.3.5.5 Erverv av aksjer i forbindelse med fusjon

Spørsmålet om utløsning av tilbudsplikt stiller seg annerledes der situasjonen er at et fusjonert selskap blir eier av mer enn 40 pst. av aksjene i et tredje børsnotert selskap som følge av aksjer eiet av det overdragende selskap. I slike tilfeller vil det formelt skje et skifte av kontroll i det tredje børsnoterte selskapet. Fusjonen må etter utvalgets syn ses som et erverv fra det overtakende selskapets side. Dersom det overtakende selskapets egne aksjer i det børsnoterte selskapet sammen med det overdragende selskapets aksjer i det børsnoterte selskapet, overstiger grensen for tilbudsplikt etter fusjonen, vil tilbudsplikt utløses. Dette gjelder også i tilfeller der det overtakende selskap ikke fra før eier aksjer i det børsnoterte selskapet, men der det overdragende selskap allerede eier mer enn 45 pst. av stemmene i selskapet. Utvalget er oppmerksom på at det ved fusjoner der en av de fusjonerende selskapene alene har mer enn 40 pst. av aksjene, vil avhenge av hvilket selskap som er det overdragende selskap, om tilbudsplikt vil utløses. Dersom det overdragende selskapet eier mer enn 40 pst. uten at det tidligere er fremsatt tilbud, vil tilbudsplikt utløses på det overtakende selskaps hånd. Utvalget antar allikevel at fusjon, herunder beslutning om hvilket selskap som skal være det overdragende og overtakende, ikke er egnet til å benyttes til omgåelse av tilbudspliktreglene. Vurderingen av hvilket selskap som skal være det overtakende, må anses å i de alt vesentligste tilfeller, bero på andre hensyn enn utløsning av tilbudsplikt. Det vises forøvrig til at etterfølgende erverv vil utløse tilbudsplikt i de nevnte tilfeller.

Formelt og praktisk sett skjer det et kontrollskifte ved erverv gjennom fusjoner som nevnt. Minioritetsaksjonærene i det børsnoterte selskapet har naturlig nok ingen innflytelse på skiftet av kontroll i disse tilfellene. De alminnelige hensyn bak tilbudspliktreglene, herunder hensynet til fordeling av kontrollpremie, vil derfor kunne gjøre seg gjeldende.

På den annen side vil fusjon mellom to selskaper kunne sies å ha karakter av etablering av et samarbeid som bør løses etter de samme regler som det som gjelder ved slik konsolidering. Utvalget viser til at dette er lagt til grunn i det engelske regelverket.

Utvalget er oppmerksom på at hensynene bak tilbudspliktreglene vil kunne vektlegges forskjellig avhengig av den konkrete fusjon, men har valgt å legge avgjørende vekt på at det for det børsnoterte selskapet og dets øvrige aksjonærer vil fremstå som et kontrollskifte. Utvalget er for øvrig oppmerksom på at det vil kunne være vanskelig å vurdere tilbudsprisen ved erverv gjennom fusjon. Etter utvalgets syn bør man likevel videreføre lovens regel om tilbudsplikt i slike situasjoner. Tilbudsprisen må her som ellers godkjennes av børsen som må gjøre seg opp en begrunnet oppfatning.

I enkelte tilfeller som f.eks. ved fusjon mellom mor og datterselskap vil det kunne stilles spørsmål ved om det faktisk sett skjer et kontrollskifte eller om det kun foretas et skifte av identitet. Dette spørsmålet er behandlet under *"Utløsning av tilbudsplikt ved konsolidering, indirekte erverv og interne transaksjoner"* i punkt 9.3.8 om indirekte erverv og konsolidering.

9.3.5.6 Erverv av aksjer i forbindelse med fisjon

Spørsmål knyttet til tilbudsplikt i forbindelse med fisjon, er ikke svært praktisk, idet alle aksjonærer normalt deltar i det utfisjonerte selskapet på lik linje. Uansett antar utvalget at hensynet til aksjonærene i de fisjonerte selskapene er tilstrekkelig ivaretatt gjennom den prosedyre aksjeloven legger opp til samt reglene om prospekter ved fisjoner i børsforskriften kap. 19. Dette gjelder uavhengig av om fisjonen medfører at en aksjonær i det opprinnelige selskapet eller i det utfisjonerte selskapet

overskrider grensen på 40 pst. Det vises til at beslutning om kapitalnedsettelse fattes av generalforsamlingen med samme flertall som for vedtektsendring, jf. aksjeloven § 6-1, jf. § 2-2. I enkelte særlige tilfeller kan kapitalnedsettelsen gjennomføres av styret uten forutgående generalforsamlingsbeslutning, jf. aksjeloven § 6-4. Beslutning om å nedsette aksjekapitalen skal bl.a. angi eventuelle utbetalinger utover nedsettingsbeløpet, jf. aksjeloven § 6-1 fjerde ledd.

Ettersom fisjon normalt foretas med forholdsmessig utdeling til aksjonærene, er det som nevnt sjelden det oppstår spørsmål knyttet til tilbudsplikt i forbindelse med fisjon. Utvalget viser for øvrig til at det heller ikke ved fisjon normalt vil foreligge noen kontrollpremie til fordeling blant minioritetsaksjonærene.

I Ot.prp. nr. 36 (1993-94) er det foreslått særskilte regler om fisjon. Bl.a. er det foreslått at det skal kreves tilslutning fra alle de avgitte stemmer og fra hele den aksjekapital som er representert på generalforsamlingen dersom aksjeeierne i det overdragende selskapet ikke skal delta i samme forhold i alle de selskaper som deltar i fisjonen. En eventuell fastsettelse av slike regler vil forsterke de argumenter som er lagt til grunn for vurderingen av at erverv av aksjer i forbindelse med fisjon, ikke bør kunne utløse tilbudsplikt.

Utvalget foreslår etter dette et unntak fra reglene om tilbudsplikt ved erverv av aksjer som mottas som vederlag ved fisjon.

9.3.5.7 Etterfølgende erverv

Som nevnt i *"Overgangsregler mv."* i punkt 9.1.2.3 har Oslo Børs lagt til grunn at det ikke utløses tilbudsplikt som følge av ytterligere og senere erverv foretatt av en aksjonær som før børsnotering av selskapet hadde mer enn 45 pst. av de stemmeberettigede aksjene. Utvalget legger til grunn at hensynet til aksjonærer som f.eks. tegner seg i en emisjon i forbindelse med børsnotering, er ivaretatt ved at disse er oppmerksomme på eiersituasjonen i selskapet ved emisjonen forut for børsnotering. Etter utvalgets syn er det derfor ikke behov for regler om at senere erverv utløser tilbudsplikt i tilfeller der en aksjonær før børsnotering eier aksjer over tilbudspliktgrensen. Det vises for øvrig til utvalgets drøftelser under *"Gjentatt tilbudsplikt"* i punkt 9.3.9 om gjentatt tilbudsplikt.

Tilsvarende problemstilling som nevnt vil kunne oppstå i forbindelse med ikrafttredelse av eventuelle nye regler. Dersom tilbudspliktgrensen senkes fra 45 pst. til 40 pst., legger utvalget til grunn at aksjonærer som innehar mellom 40 pst. og 45 pst. ved reglenes ikrafttredelse, ikke bør pålegges tilbudsplikt. Dette kan åpne for visse muligheter for tilpasninger fra aksjonærenes side i tiden før ikrafttredelsen. Etter utvalgets syn bør derfor ethvert etterfølgende erverv i slike tilfeller, medføre tilbudsplikt. De hensyn som gjør seg gjeldende der tilbudspliktgrensen er overskredet før børsnotering, kan ikke sies å gjøre seg gjeldende i en slik overgangssituasjon. Utvalget er for øvrig oppmerksom på at en eventuell kontrollpremie i slike tilfeller kan være betalt lang tid forut for det siste erverv som utløser tilbudsplikten. Hensynet til minoritetsaksjonærene anses imidlertid ivaretatt ved den bestemmelse utvalget foreslår om at tilbudsprisen skal være minst like høy som markedskursen, jf. *"Tilbudspris"* i punkt 9.3.13.1.

De ovenfor nevnte hensyn kan heller ikke sies å gjøre seg gjeldende når det gjelder aksjonærer som har øket sin andel ut over tilbudspliktgrensen i den periode selskapet har vært børsnotert. De hensyn som ligger til grunn for at enkelte typer erverv ikke foreslås å utløse tilbudsplikt, medfører ikke at tilbudsplikten heller ikke bør inntre ved etterfølgende erverv. Dersom tilbudspliktgrensen er overskredet ved erverv i form av f.eks. arv eller fusjonsvederlag, bør vedkommende aksjonær etter utvalgets syn ha tilbudsplikt ved senere økninger i aksjeinnehavet. Det kan stilles

spørsmål ved i hvilken grad det vil foreligge noen kontrollpremie til fordeling i slike tilfeller. Utvalget legger imidlertid avgjørende vekt på at det allerede har skjedd et kontrollskifte i selskapet. Det etterfølgende ervervet kan anses å bekrefte aksjonærens ønske om kontroll og konsoliderer stillingen, uavhengig av om tilbudspliktgrensen er overskredet ved en ervervsmåte som ikke utløser tilbudsplikt. De øvrige aksjonærene bør derfor gis anledning til å få sine aksjer solgt.

Tilbudsplikt ved etterfølgende erverv bør etter utvalgets syn utløse tilbudsplikt uavhengig av omfanget av ervervet. Utvalget er oppmerksom på at det i enkelte tilfeller kan oppstå problemer ved at en aksjonær ikke har en fullstendig oversikt over aksjeinnehavet, slik at tilbudspliktgrensen overskrides med et fåtall aksjer. Dette gjelder spesielt i konsolideringstilfeller. Utvalget viser til at den tilbudspliktige aksjonær i alle tilfeller vil kunne unngå tilbudsplikten ved å selge seg ned under tilbudspliktgrensen. I situasjoner der tilbudspliktgrensen allerede er overskredet som følge av erverv som ikke utløser tilbudsplikt, antar utvalget at det bør være tilstrekkelig at vedkommende aksjonær selger seg ned til det antall aksjer vedkommende hadde før det etterfølgende ervervet. Utvalget har ved sin vurdering lagt vekt på å unngå uheldige utslag i forbindelse med utilsiktede erverv som nevnt over.

9.3.6 Rettigheter til aksjer

Gjeldende regler knytter utløsning av tilbudsplikt til erverv av aksjer til *eie*. Kjøp av opsjon eller inngåelse av avtaler om rettigheter til aksjer er ikke tilstrekkelig. Ved kjøp i henhold til terminavtale, vil tilbudsplikt utløses på det tidspunkt det foretas en overdragelse av aksjene til eie. Det vises i denne forbindelse til at det vil være forskjell på en tradisjonell termin der eierbeføyelsene går over på et avtalt tidspunkt i fremtiden, og et kjøp der oppgjør er avtalt på et senere tidspunkt.

På bakgrunn av bl.a. LBO-utvalgets forslag, har Verdipapirhandellovutvalget vurdert om rett til å bli eier av aksjer bør likestilles med eiendomsrett til aksjene, og dermed kunne utløse tilbudsplikt. Ved å ta hensyn til slike rettigheter, vil en på den ene side kunne forhindre at tilbyder kjøper rettigheter til en vesentlig del av aksjene før tilbudsplikt utløses. På den annen side er det den faktiske kontroll over selskapet som begrunner tilbudsplikten. Slik faktisk kontroll vil én som kun innehar rettigheter til aksjer ikke ha.

Tilfeller der oppkjøper har behov for å sondere terrenget og dette gir seg utslag i konkrete avtaler som f.eks. opsjoner, må etter utvalgets syn betraktes som en naturlig og nødvendig del av en oppkjøpsstrategi. Det vises til at denne fremgangsmåten har vært benyttet ved flere store selskapsoppkjøp i årene etter fastsettelsen av tilbudspliktreglene, uten at dette etter det utvalget er kjent med, har medført problemer for minioritetsaksjonærene når oppkjøpet først gjennomføres.

Utvalget legger i denne forbindelse til grunn at det, på bakgrunn av tilbudspliktreglenes inngripende virkning, bør utvises varsomhet med å utvide reglenes virkeområde. Utvalget går derfor ikke inn for at rettigheter til kjøp av aksjer skal kunne utløse tilbudsplikt.

På den annen side bør avtaler om rettigheter til kjøp av aksjer omfattes av tilbudsplikten dersom avtalen reelt og økonomisk sett må regnes som et erverv. Dette gjelder enhver avtale om rettigheter til erverv av aksjer som også gjør at innehaveren vil ha slik eierkontroll, og der denne sett i sammenheng med vedkommendes øvrige aksjer medfører at tilbudspliktgrensen overskrides. Utvalget viser for øvrig til at det i enkelte tilfeller vil være grunnlag for å konsolidere utsteder og erverver av en rettighet til aksjene. Som det fremgår under *"Konsolideringen"* i punkt 9.3.8.3. foreslår ikke utvalget at konsolidering i seg selv skal utløse tilbudsplikt uten at en av de konsoliderte parter foretar et erverv av aksjer i det aktuelle børsnoterte

selskapet. For å sikre at tilbudsplikt utløses der den faktiske kontrollen over aksjer det er knyttet rettigheter til, gjør at rettighetshaveren i realiteten alene overstiger tilbudspliktgrensen, foreslås det derfor at børsen kan pålegge tilbudsplikt der erverv av det som fremstår som rettigheter til aksjer også må anses som reelt erverv av aksjene.

Utvalget viser til at det i tilfeller der rettigheter ses som reelt erverv, vil kunne oppstå problemer forbundet med fastsettelse av tilbudsprisen. Dersom det i rettighetsavtalen ikke er fastsatt noen fast pris, men f.eks. markedskurs på et fremtidig tidspunkt, og tilbudsplikt pålegges som følge av at rettigheten regnes som et reelt erverv, vil det på tidspunktet for tilbudsplikt ikke foreligge noen pris. Særlig kommer problemet på spissen der vedkommende aksjonær ikke på annen måte har ervervet aksjer de siste 6 månedene. Etter utvalgets syn må det i slike tilfeller være opp til børsen å vurdere tilbudsprisen på bakgrunn av bl.a. markedskursen på tilbudstidspunktet.

Utvalget viser for øvrig til at eventuell tilbudsplikt basert også på rettigheter til aksjer, ville måtte forutsette en grundig gjennomgang av bl.a. hvilke rettigheter som skal omfattes. Videre vil det avhengig av omfanget på f.eks. en opsjonsutstedelse, kunne oppstå tilbudsplikt for flere aksjonærer samtidig.

9.3.7 Konsolidering

Etter vphl. § 5A annet ledd skal like med erververens egne aksjer, regnes aksjer som eies av:

a) vedkommende ektefelle, mindreårige barn eller personer som vedkommende lever sammen med,
b) selskap hvor vedkommende har slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-2,
c) noen som vedkommende handler etter avtale med eller for øvrig opptrer i forståelse med.

Utvalget går i hovedsak inn for en videreføring av gjeldende konsolideringsbestemmelse. I denne forbindelse har utvalget lagt vekt på at bestemmelsens rekkevidde dels har blitt nærmere avklart gjennom praksis. For øvrig foreslås enkelte presiseringer.

Det foreslås presisert at konsolidering etter det første alternativet skal foretas i forhold til personer som vedkommende lever sammen med i *ekteskapslignende forhold*. Formuleringen er i samsvar med den som er benyttet andre steder i lovutkastet, og bl.a. i lov 23. desember 1994 nr. 79 om erverv av næringsvirksomhet.

Gjeldende bestemmelse om konsolidering med selskap hvor en aksjonær har slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-2 i et konsern, gir kun grunnlag for konsolidering av morselskapets eierandeler med de eierandeler som eies av datterselskapet. Dersom datterselskapet erverver aksjer i det børsnoterte selskapet som medfører at grensen for tilbudsplikt overskrides på konsernbasis, vil det derfor ikke utløses tilbudsplikt, med mindre de anses konsolidert etter bokstav c). Konsolidering etter bokstav c) må antas å være det normale i slike tilfeller, men det kan ikke utelukkes at datterselskapet i særlige tilfeller må anses å opptre uavhengig av morselskapet. Gjeldende bestemmelse i bokstav b) gir heller ikke grunnlag for konsolidering mellom søsterselskaper. Utvalget foreslår derfor at konsolidering skal foretas mellom alle selskap innen samme konsern.

Utvalget foreslår en videreføring av bestemmelsen om konsolidering med selskaper hvor vedkommende aksjonær har slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 2-1 første og annet ledd. Bestemmelsen vil etter utvalgets forslag om konsolidering av selskaper i et konsern, kun ha betydning der vedkommende aksjonær ikke er

aksjeselskap. Bestemmelsen foreslås utvidet til også å gjelde der vedkommende aksjonær sammen med noen vedkommende skal konsolideres med etter de øvrige bestemmelsene, har slik innflytelse. I samsvar med konsolideringsbestemmelsen i lov om erverv av næringsvirksomhet, foreslår utvalget dessuten at konsolidering skal foretas i forhold til selskap vedkommende selv, eller noen vedkommende skal konsolideres med etter de øvrige bestemmelsene, har slik innflytelse som nevnt i selskapsloven § 1-2 annet ledd.

Behovet for de presiseringer som foreslått over må ses på bakgrunn av vurderingen av i hvilken grad konsolidering i seg selv skal kunne utløse tilbudsplikt, jf. drøftelsen nedenfor.

Også bestemmelsen i gjeldende § 5A annet ledd bokstav c) om konsolidering som følge av avtaler m.m. med andre aksjonærer, bør etter utvalgets syn presiseres. Som nevnt har Børsklagenemden lagt til grunn at det i realiteten kreves en stilltiende avtale mellom partene for at det skal kunne sies at de opptrer i forståelse med hverandre. Forståelsen etter avtalen bør dessuten omfatte en koordinert opptreden med et felles mål med sikte på en tilstrekkelig kontroll over selskapet.

Utvalget legger til grunn at et samarbeid kun med sikte på selve ervervet, ikke bør kunne medføre konsolidering. Det vises for øvrig til at spørsmålet om utløsning av tilbudsplikt vil kunne variere på bakgrunn av den praktiske gjennomføringen av et koordinert aksjekjøp. Dersom en større aksjonær kun ønsker å forholde seg til en kjøper og denne deretter snur seg rundt for å dele den aktuelle aksjeposten med en annen interessert, vil tilbudsplikt kunne utløses på den formelle kjøpers hånd. Videresalget vil i tilfelle ses som et nedsalg som medfører at tilbudsplikten bortfaller.

Utvalget foreslår at det tas inn en presisering i lovteksten av hvilket samarbeid som skal kunne gi grunnlag for konsolidering. Utvalget har vurdert en lignende formulering som i finansieringsvirksomhetsloven § 2-6 om at like med erververens aksjer skal regnes aksjer som eies av «noen som det må antas aksjonæren har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som aksjonær». Tilsvarende formulering er også benyttet i lov om erverv av næringsvirksomhet. Disse formuleringene anses mer presise enn gjeldende konsolideringsbestemmelse i vphl. Etter utvalgets syn ville det være fordel med en ytterligere presisering av at ikke enhver samordnet bruk av aksjonærrettigheter vil gi grunnlag for konsolidering. For eksempel samordnet opptreden i en generalforsamling med sikte på f.eks. skifte av styret, bør ikke i seg selv begrunne konsolidering etter tilbudspliktreglene. En blott og bar felles opptreden vil også falle utenfor ordlyden. Det er mer langsiktige former for samarbeid, som innebærer kontroll over selskapet, som bør begrunne konsolidering. På den annen side kan også et kortsiktig samarbeid med sikte på f.eks. salg av deler av selskapets virksomhet mv., etter omstendighetene være tilstrekkelig til at hensynene bak tilbudspliktreglene gjør seg gjeldende. Etter utvalgets syn bør det som en retningslinje legges til grunn at samarbeid i en enkelt sak i seg selv ikke være nok, med mindre den konkrete saken indikerer at de aktuelle aksjonærene reellt sett har et bredere samarbeid.

Etter utvalgets syn er det ikke mulig å foreta en nærmere spesifisering i loven av hvilket samarbeid som vil kunne utløse tilbudsplikt. Dette må avgjøres konkret ut fra forholdene i det enkelte tilfellet. Utvalget foreslår derfor at det i loven benyttes tilsvarende formulering som i finansieringsvirksomhetsloven § 2-6, dvs. at konsolidering skal foretas i forhold til noen det må antas aksjonæren har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som aksjonær. Det legges til grunn at det i samsvar med børsens praksis skal kreves en stilltiende avtale mellom partene for at disse skal anses å ha et forpliktende samarbeid. Utvalget påpeker forøvrig at det ikke vil være noen forutsetning at det skal foreligge sanksjoner eller sanksjonsadgang for at man skal kunne anse samarbeidet for «forpliktende».

Drøftelsen ovenfor omfatter utvalgets vurdering av temaet for når konsolidering skal foretas. I praksis vil det reises spørsmål om hvilke beviskrav som skal stilles ved konsolidering etter bestemmelsen om forpliktende samarbeid. Utvalget viser i denne sammenheng til at det vil være vedtaksmyndigheten som har bevisbyrden for at vilkårene for konsolidering foreligger. Det må dermed foreligge objektive omstendigheter som tilsier at det foreligger et samarbeid som er tilstrekkelig forpliktende til at konsolidering skal foretas.

9.3.8 Utløsning av tilbudsplikt ved konsolidering, indirekte erverv og interne transaksjoner

9.3.8.1 Generelt

Etter vphl. § 5A første ledd utløses tilbudsplikt for den som gjennom erverv blir eier av børsnoterte aksjer som representerer mer enn 45pst. av stemmene i et aksjeselskap. Like med erververens egne aksjer regnes aksjer som eies av noen som nevnt i § 5A annet ledd, jf. *"Konsolidering"* i punkt 9.3.7 over. Etter Verdipapirhandellovutvalgets syn bør det presiseres i loven at tilbudsplikt skal inntre uavhengig av på hvilken hånd ervervet skjer. Det foreslås derfor at like med *en aksjonærs egne aksjer* skal regnes *aksjer som eies eller erverves* av noen av de nevnte. Med de endringer som foreslås i konsolideringsbestemmelsen, vil presiseringen i praksis kun ha betydning i situasjoner der ervervet som medfører at tilbudspliktgrensen overskrides på konsolidert basis, foretas av en aksjonærs mindreårige barn eller selskap hvor vedkommende har innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-2 eller selskapsloven § 1-2. Tilbudsplikt vil etter utvalgets forslag inntre uavhengig av om den aksjonæren som skal konsolideres med f.eks. et slikt selskap, selv foretar et erverv eller om selskapet foretar dette. Tilsvarende ville gjelde etter de øvrige konsolideringsalternativene også uten en presisering som foreslått. Som det fremgår under *"Hvem tilbudsplikten bør påligge i en konsolidert gruppe"* i punkt 9.3.8.5. foreslår utvalget forøvrig at tilbudsplikten skal påhvile den i den konsoliderte gruppen som foretar det ervervet som gjør at tilbudspliktgrensen overskrides.

Dersom det anses å foreligge grunnlag for å konsolidere flere aksjonærer, er det spørsmål om når tilbudsplikt skal utløses dersom den konsoliderte gruppen har mer enn 40 pst. av aksjene i et børsnotert selskap på det tidspunkt grunnlaget for konsolidering inntrer. Det er dessuten spørsmål om interne overføringer som medfører endringer i aksjeinnehavet for to eller flere medlemmer av gruppen, skal kunne utløse tilbudsplikt. Som nevnt foreslås det klargjort at tilbudsplikt inntrer uavhengig av hvem i den konsoliderte gruppen som foretar det ervervet som medfører at tilbudspliktgrensen overskrides. Den presisiering som er foreslått i denne forbindelse er imidlertid ikke ment å løse spørsmålet om tilbudsplikt skal kunne utløses ved etablering av en konsolidert gruppe, ved interne transaksjoner innen en konsolidert gruppe, eller ved oppløsning av gruppen. Det er disse særspørsmålene som vil bli behandlet i det følgende.

Verdipapirhandellovutvalget vil understreke at tilbudsplikt som følge av konsolideringen i seg selv, etter lovutvalgets syn kan bygge på følgende synspunkter:

a) en i den konsoliderte gruppen kan sies å ha kontroll over de børsnoterte aksjene gruppen eier
b) konsolideringen anses i seg selv å medføre et kontrollskifte i det børsnoterte selskapet uavhengig av om noen enkelt i gruppen kan sies å ha kontroll over gruppens samlede antall aksjer i det børsnoterte selskapet

Synspunktet som nevnt under bokstav a) vil nedenfor behandles under *"Indirekte erverv"* i punkt 9.3.8.2 om indirekte erverv. Spørsmålet om konsolidering uten

erverv skal kunne utløse tilbudsplikt, uten at det kan anses å foreligge noe indirekte erverv, behandles under *"Konsolideringen"* i punkt 9.3.8.3.

9.3.8.2 Indirekte erverv

LBO-utvalget har foreslått at erverv av eierandeler i et selskap som gir slik innflytelse i selskapet som nevnt i aksjeloven § 1-2, skal regnes som erverv av de aksjer selskapet eier. Et slikt «indirekte erverv» foreslås altså likestilt med direkte erverv. Det fremgår ikke klart av LBO-utvalgets utredning om forslaget anses som en presisering eller en endring av gjeldende rett. Oslo Børs har imidlertid i en avgjørelse fra sommeren 1995, lagt til grunn at indirekte erverv i et konkret tilfelle ble omfattet av gjeldende regler. I den aktuelle saken kjøpte selskap A 100 pst. av aksjene i selskap C som eide ca. 86 pst. av aksjene i det børsnoterte selskapet B. Selskap C hadde ikke annen vesentlig virksomhet enn aksjene i det børsnoterte B. Oslo Børs uttalte i forbindelse med saken bl.a. følgende:

> «Dersom de børsnoterte aksjene er det vesentlige aktivum i det mellomliggende selskap, vil dette selskapet i praksis ikke utøve noen selvstendig innflytelse over det børsnoterte selskapet. Den som eier det mellomliggende selskap, vil også være den reelle eier. Prisen på det mellomliggende selskap, vil også gjenspeile verdien av de børsnoterte aksjene inkludert eventuell overkurs. Hensynene bak tilbudspliktreglene – nemlig minioritetsbeskyttelse ved kontrollovergang – er like relevant for et indirekte erverv av denne type som ved direkte erverv. Dette tilsier at regelen også bør gjelde ved indirekte erverv av denne typen.»

Oslo Børs tok ikke stilling til om resultatet ville blitt det samme ved erverv av f.eks. 51 pst. eller 92 pst. av aksjene i C.

Verdipapirhandellovutvalget legger til grunn at det bør fremgå klart av loven i hvilken grad indirekte erverv skal kunne utløse tilbudsplikt.

Utvalget antar at erverv av aksjer i et selskap som eier aksjer i et børsnotert selskap i enkelte konkrete tilfeller bør anses som et indirekte erverv som kan utløse tilbudsplikt. Dette både for å hindre omgåelser og fordi hensynene bak tilbudspliktreglene alt i utgangspunktet tilsier et slikt resultat. Når det gjelder situasjonen der faren for omgåelse er tilstede, viser utvalget til den situasjon der enkeltaksjonærer eller grupper har mer enn 40 pst. av aksjene i et børsnotert selskap og ønsker å selge disse. Aksjeposten kan være ervervet før selskapet ble børsnotert eller før tilbudspliktreglene trådte i kraft, eller det kan tidligere være fremsatt tilbud i henhold til tilbudspliktreglene. Dersom ikke indirekte erverv omfattes av tilbudsplikten, vil avhender kunne overføre aksjene til et heleiet datterselskap – endog opprettet for formålet – og deretter selge aksjene i datterselskapet uten at dette medfører tilbudsplikt for erververen. Et alternativ i en slik situasjon kunne selvfølgelig være å pålegge tilbudsplikt ved overføringen fra avhender til datterselskapet. Etter utvalgets syn er det imidlertid lite naturlig å anse en slik overføring som skifte av kontroll, idet det reelt sett bare fremstår som en annen organisering av eieren av de børsnoterte aksjene. Fare for omgåelse vil også foreligge i en situasjon der en aksjonær fra før eier 10 pst. av aksjene i et børsnotert selskap og ønsker å kjøpe ytterligere 30 pst. Ved direkte erverv vil dette medføre tilbudsplikt. Dersom det er mulig å kjøpe 30 pst. av aksjene fra en enkelt aksjonær eller en gruppe, vil erverver kunne få selger til å etablere et datterselskap og gjennomføre transaksjonen som nevnt.

I disse tilfeller, dvs. der formålet med organsieringen av en transaksjon er å omgå tilbudspliktreglene, anser utvalget det klart at tilbudsplikt bør utløses som følge av det indirekte ervervet. På den annen side finner utvalget det klart at ikke

ethvert kjøp av aksjer i et selskap som igjen eier aksjer i et børsnotert selskap, bør anses som et slikt indirekte erverv som utløser tilbudsplikt. Det avgjørende må være at aksjonæren i det selskap som eier aksjer i det børsnoterte selskapet, har mulighet til å ha reell kontroll over disse aksjene. I en slik sitasjon må det også antas at prisingen av de aksjer vedkommende eier, har vært fastsatt under hensyntagen til selskapets eierandel i det børsnoterte selskapet. Det vil derfor normalt være betalt en kontrollpremie som utfra hensynene bak tilbudspliktreglene, bør komme de øvrige aksjonærene i det børsnoterte selskapet tilgode selv om denne kan være vanskelig å beregne.

LBO-utvalget har foreslått at erverv av eierandeler i et selskap som gir slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-2, skal regnes som erverv av de aksjer selskapet eier. Verdipapirhandellovutvalget slutter seg til at tilbudsplikt bør utløses i alle tilfeller hvor den faktiske kontroll skifter i et selskap hvis aksjer er børsnotert. Etter Verdipapirhandellovutvalgets syn må kontrollen anses å skifte ved erverv av mer enn 50 pst. av stemmene i det selskap som eier de aktuelle aksjene. Det vises til at kontroll med selskapets ledelse, og dermed også muligheten til i realiteten å stemme for de børsnoterte aksjene, vil kunne oppnås med en slik prosentandel.

Utvalget antar imidlertid at ikke ethvert kjøp av mer enn 50 pst. av aksjene i et selskap som eier aksjer i det børsnoterte selskapet, bør kunne utløse tilbudsplikt. Oslo Børs la i saken som er referert ovenfor, vekt på at det mellomliggende selskapet ikke hadde annen vesentlig virksomhet enn aksjene i det børsnoterte selskapet. Etter utvalgets syn er dette en fornuftig avgrensning. Erverv av mer enn 50 pst. av aksjene i et selskap med betydelig virksomhet, der aksjer i det børsnoterte selskapet kun er en liten del, bør ikke ses som et kontrollskifte i det børsnoterte selskapet. Det må i slike tilfeller som hovedregel antas at prisen for aksjene i det mellomliggende selskapet i liten grad er influert av aksjene i det børsnoterte selskapet. Spørsmålet om selskapets vesentligste virksomhet består i å eie aksjer i det børsnoterte selskapet vil avhenge av en konkret vurdering i det enkelte tilfellet. I det engelske regelverket er det som nevnt tidligere, lagt til grunn at tilbudsplikt normalt vil inntre der 75 pst. av selskapets aktiva består av de børsnoterte aksjene. Utvalget antar at en lignende grense bør kunne være veiledende for skjønnet også etter den bestemmelse som foreslås i vphl.

Utvalget foreslår etter dette at erverv av mer enn 50 pst. av aksjene i et selskap som i det vesentlige kun eier aksjer i et børsnotert selskap, skal anses som erverv av aksjer i det børsnoterte selskapet. Bestemmelsen vil gjelde både enkeltpersoners, selskapers og konsoliderte gruppers erverv av aksjer i et slikt mellomliggende selskap.

Den vurdering som er foretatt ovenfor gjør seg i stor grad gjeldende ved erverv av en tilsvarende andel i et ansvarlig selskap. Selskapslovens utgangspunkt når det gjelder kontroll over selskapet, er imidlertid et noe annet enn aksjelovens. Etter selskapsloven § 2-12 må samtlige selskapsdeltakere ha stemt for, dersom forslag til beslutning skal anses vedtatt i selskapsmøtet, med mindre annet er bestemt i selskapsavtalen. Loven har heller ingen bestemmelse om adgang til utløsning av minoritetsandelshavere. Lovens bestemmelse om stemmerett kan fravikes i selskapsavtalen, noe utvalget antar er tilfellet i et stort antall selskaper. Sett på bakgrunn av det personlige ansvar som følger av selskapsformen, som selskapsloven bygger på, bør det likevel vises tilbakeholdenhet med å forutsette at en andelshaver har dominerende innflytelse på selskapets disposisjoner. Etter utvalgets syn bør derfor erverv av andel i ansvarlig selskap som eier aksjer i et børsnotert selskap, i utgangspunktet bare utløse tilbudsplikt dersom det ansvarlige selskapet har bare en andelshaver. For i størst mulig grad å unngå omgåelse av tilbudspliktreglene i tilfeller med mer enn en andelshaver, foreslår utvalget imidlertid at det regnes som indirekte erverv også

der det er flere andelshavere som regnes som nærstående. Det forutsettes da at ikke selve selskapsdeltakelsen er konsolideringsgrunn.

9.3.8.3 Konsolideringen

LBO-utvalget har foreslått at tilbudsplikt skal utløses der det inntrer forhold som gjør at en eller flere aksjonærer skal konsolideres, uavhengig av om det i denne forbindelse foretas noe erverv.

I konsoliderte grupper der konsolideringen bygger på at en aksjonær i det børsnoterte selskapet har slik kontroll i et selskap som nevnt i aksjeloven § 1-2, vil spørsmålet om utløsning av tilbudsplikt ved konsolidering, bare oppstå der de foreslåtte regler om indirekte erverv ikke kommer til anvendelse. Den problemstilling LBO-utvalget reiser er dermed kun aktuell der vedkommende aksjonær eier mer enn 50 pst. av stemmene, men selskapet har vesentlig virksomhet utover å eie aksjer i et børsnotert selskap. Verdipapirhandellovutvalget antar at *etableringen av et konsern* reelt kan innebære en slik endring i kontrollen i det børsnoterte selskapet, at tilbudsplikt bør utløses. Det kan anføres at det for selskapets aksjonærer er likegyldig hva som har skjedd først i tid; et aksjeerverv eller forhold som gir grunnlag for konsolidering. På den annen side vil det vanskelig kunne sies å foreligge noen kontrollpremie til fordeling i tilfeller der grunnlaget for konsolidering inntrer etter at de aktuelle selskapene har ervervet aksjer i det børsnoterte selskapet. De børsnoterte aksjene som eies av selskapene i konsernet kan ikke uten videre antas å være reflektert i den pris morselskapet har gitt for sine datterselskaper. På bakgrunn av det krysseierskap som ikke er uvanlig i et lite marked som det norske, legger utvalget til grunn at utløsning av tilbudsplikt ved konsolidering som nevnt, vil kunne motvirke ellers hensiktsmessige omstruktureringer i næringslivet. Utvalget legger avgjørende vekt på dette hensynet, samt det forhold at det normalt ikke vil foreligge noen kontrollpremie til fordeling hos de øvrige aksjonærene i det børsnoterte selskapet. Selv om det også kan argumenteres for at det er foretatt et kontrollskifte, foreslår derfor utvalget at etablering av konsern ikke i seg selv skal kunne utløse tilbudsplikt. Tilsvarende gjelder der *andre enn aksjeselskap har slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-2*.

De hensyn som gjør seg gjeldende ved etablering av konsern, gjør seg også gjeldende der *en aksjonær i det børsnoterte selskapet har slik innflytelse i et selskap som nevnt i selskapsloven § 1-2*. Utvalget legger til grunn at erverv av andeler som representerer mer enn 50 pst. av stemmene i et ansvarlig selskap heller ikke bør kunne utløse tilbudsplikt.

Ved konsolidering som følge av at en eller flere aksjonærer har *forpliktende samarbeid* når det gjelder å gjøre bruk av rettigheter som aksjonær, er situasjonen en noe annen enn ved konsolidering i tilfellene som nevnt over. Her må det sies å foreligge et kontrollskifte, idet grunnlaget for konsolidering nettopp er et forpliktende samarbeid når det gjelder bruk av aksjonærrettigheter i det børsnoterte selskapet. Selv om det må anses å foreligge et kontrollskifte, anser utvalget det betenkelig og problematisk å pålegge tilbudsplikt ved selve konsolideringen. Det vises til at denne konsolideringsbestemmelsen er foreslått forholdsvis skjønnsmessig utformet. Selv om børsen i noen grad har tidligere praksis å støtte seg på, vil bestemmelsen måtte finne sin utforming gjennom praksis i årene fremover, basert på de retningslinjer lovgiver trekker opp. På denne bakgrunn legger utvalget til grunn at konsolideringen i seg selv fortsatt ikke bør kunne utløse tilbudsplikt. Det vises også til at det heller ikke i tilfeller som nevnt normalt kan antas å foreligge noen kontrollpremie til fordeling på de øvrige aksjonærene i det børsnoterte selskapet.

Når det gjelder konsolidering mellom *nærstående*, anser utvalget det uaktuelt å la tilbudsplikt inntre som følge av konsolideringen i seg selv. Problemstillingen er kun aktuell der det inngås ekteskap eller ekteskapsliknende forhold. Også her kan det foregå et kontrollskifte. Det vil imidlertid ikke være betalt noen kontrollpremie for de børsnoterte aksjene. Etter utvalgets syn bør begivenheter som de nevnte, ikke under noen omstendighet utløse de forpliktelser som følger av tilbudspliktreglene. Utvalget anser for øvrig faren for omgåelse av tilbudspliktreglene som minimale i den nevnte situasjon.

9.3.8.4 Senere erverv, herunder interne overføringer

Der hvor konsolidering i seg selv av aksjonærer som samlet eier mer enn 40 pst. ikke skal utløse tilbudsplikt, legger utvalget til grunn at ethvert senere erverv som øker gruppens samlede antall aksjer, skal medføre tilbudsplikt. Dette er den løsning som er foreslått også i forhold til reglene om arv, gave, fusjonsvederlag mv. Det understrekes forøvrig at erverv som medfører at èn i den konsoliderte gruppen alene kommer over 40 pst., vil utløse tilbudsplikt etter lovens hovedregel. Dette gjelder uavhengig av om den konsoliderte gruppens totale aksjeinnehav endres.

Som nevnt har Oslo Børs i en konkret sak lagt til grunn at også overføring av en aksjepost i et børsnotert selskap fra et morselskap til datterselskap (eiet mindre enn 90 pst.), utløste tilbudsplikt. Det er såvidt Verdipapirhandellovutvalget er kjent med, ikke tatt stilling til spørsmålet ved overføringer mellom aksjonærer som er konsolidert etter andre regler enn konsernbestemmelsen.

Verdipapirhandellovutvalget ser argumenter for at også interne overføringer innen en konsolidert gruppe bør kunne utløse tilbudsplikt, ettersom ikke selve konsolideringen foreslås å utløse slik plikt. Spørsmålet bør imidlertid vurderes på bakgrunn av hvilke konkrete endringer i eierandeler den interne overføringen medfører.

Utvalget finner det klart at tilbudsplikt skal og vil utløses dersom en enkelt aksjonær i gruppen overstiger 40 pst. grensen alene. Dette gjelder uavhengig av hvilke forhold som ligger til grunn for konsolideringen. Utvalgets syn er på dette punkt i samsvar med Oslo Børs' praksis forsåvidt gjelder konsernforhold. Det vises for øvrig til at en annen løsning ville medført at tilbudsplikt ville måtte inntre ved oppløsning av den konsoliderte gruppen. I motsatt fall ville en eller flere aksjonærer eksempelvis kunne inngå samarbeidsavtale om bruk av aksjonærrettigheter. Dersom det ikke foretas noe erverv i denne forbindelse, og tilbudsplikt ikke utløses, vil en av de konsoliderte aksjonærene deretter kunne overta majoriteten av gruppens aksjer, og samarbeidet kunne oppløses. Dersom majoriteten av gruppens aksjer overstiger 40 pst. av stemmene i selskapet, vil tilbudspliktreglene dermed ikke komme til anvendelse med mindre det interne ervervet eller selve oppløsningen av samarbeidet utløser tilbudsplikt. Utvalget legger til grunn at det i praksis ikke er håndterlig å pålegge tilbudsplikt ved opphør av samarbeid, idet opphøret fullt ut vil avhenge av beslutning hos de aktuelle aksjonærene. En slik beslutning vil være svært vanskelig å overprøve i tilfeller hvor de øvrige deltakerne i gruppen ikke selger seg helt ut av det børsnoterte selskapet. Den skisserte problemstilling er sannsynligvis mindre aktuell ved konsolidering etter bestemmelsen om nærstående personer eller selskaper. Utvalget ser imidlertid ikke bort fra at en også etter disse bestemmelsene vil kunne tenke seg omgåelsestilfeller. Utvalget legger til grunn at det vil følge av lovens hovedregel at tilbudsplikt vil utløses dersom én enkelt aksjonær i en konsolidert gruppe overstiger 40 pst.-grensen alene.

Dersom ingen i gruppen etter overføringen overstiger grensen på individuell basis, kan det i utgangspunktet sies at endringen internt ikke medfører noe kontrollskifte. Dette kan imidlertid stille seg annerledes der noen går ut av gruppen. Eksem-

pelvis vises det til situasjonen der en av deltakerne i gruppen selger hele sin andel til de to andre og deretter går ut av gruppen. Den konsoliderte gruppen er endret og det kan derfor sies å foreligge et kontrollskifte. Det vil også kunne være betalt en kontrollpremie for aksjene i det børsnoterte selskapet. Etter utvalgets syn er det derfor mye som taler for at et slikt internt erverv bør regnes som et erverv etter tilbudspliktreglene. Hensynene bak tilbudspliktreglene, gjør seg etter utvalgets syn spesielt gjeldende ved interne erverv som nevnt, og der konsolideringsgrunnlaget er *forpliktende samarbeid* om bruk av rettighetene som aksjonær. Vedkommende aksjonær som selger og dermed automatisk trer ut av gruppen, vil i slike tilfeller kunne sies å ha opphørt med samarbeidet allerede da beslutning om salg ble tatt. Det erverv de øvrige i gruppen foretar fremstår derfor ikke umiddelbart som noen intern overføring. Det samme synspunktet kan ikke gjøres gjeldende i forhold til konsolidering av *konsern* eller *selskap hvor noen har slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-2 eller selskapsloven § 1-2*. Ved interne overføringer i slike tilfeller, vil selger inngå i den konsoliderte gruppen inntil aksjene eller andelene i det børsnoterte selskapet er solgt. Dersom intern selger av de børsnoterte aksjene, faktisk blir solgt ut av gruppen i forbindelse med transaksjonen, kan imidlertid de samme hensyn som nevnt ovenfor gjøre seg gjeldende.

En bestemmelse om at det kun er der én av deltakerne trer ut av gruppen, at tilbudsplikt skal kunne utløses, vil kunne virke noe tilfeldig idet tilbudsplikt da kan unngås ved at vekommende selger beholder èn aksje. Utvalget har derfor kommet til at den mest praktiske regel vil være at tilbudsplikt utløses i et hvert tilfelle der det foretas endringer i aksjeinnehavet innen den konsoliderte gruppen som gjør at det oppstår en situasjon der erververen alene eller sammen med en eller flere av gruppens øvrige deltakere passerer grensen på 40 pst. som følge av ervervet.

Utvalget foreslår etter dette at interne overføringer i konsoliderte grupper, skal kunne utløse tilbudsplikt i tilfeller som nevnt.

9.3.8.5 Hvem tilbudsplikten bør påligge i en konsolidert gruppe

Der tilbudsplikt pålegges en konsolidert gruppe, vil det i utgangspunktet være naturlig at tilbudsplikten påhviler den som erverver den siste aksjepost med den følge at 40 pst.-grensen overskrides. Ervervet kan imidlertid gjelde en liten post, og erververen kan samlet ha en beskjeden post innenfor den konsoliderte gruppen. Når grunnlaget for tilbudsplikt først og fremst er konsolidering av flere aksjeeiere, kunne det derfor anføres at det siste ervervet ikke nødvendigvis bør tillegges avgjørende betydning for hvem tilbudsplikten skal påhvile. Dersom gruppen har et dominerende medlem, kan det argumenteres for at tilbudsplikten vanligvis bør påligge dette medlemmet. Eventuelt kunne hovedvekten legges på den eller de som har de største aksjepostene og dermed størst innflytelse over gruppen og over selskapet.

LBO-utvalget foreslår at børsen skal avgjøre hvem tilbudsplikten skal påligge. Verdipapirhandellovutvalget viser til at spørsmålet om hvilket medlem av gruppen som må anses dominerende, eventuelt vil måtte avgjøres etter en konkret vurdering av den aktuelle konsoliderte gruppen. Av hensyn til aksjonærenes forutberegnelighet har Verdipapirhandellovutvalget derfor kommet til at tilbudsplikten bør påhvile den aksjonær som kjøper de siste aksjene som gjør at tilbudspliktgrensen overskrides på konsolidert basis. Eventuelle betenkeligheter ved at vedkommende kan være blant de minst dominerende aksjeeierne i gruppen, må anses ivaretatt ved at vedkommende kan selge de aktuelle aksjene slik at gruppen igjen kommer under grensen for tilbudsplikt. Det vises til at det må være parallellitet mellom det å utløse tilbudsplikt og plikten til å selge seg ned dersom tilbud ikke gis. Utvalget anser det lite naturlig at en dominerende aksjonær som ikke har foretatt det siste ervervet som

utløser tilbudsplikt, skal måtte selge sine aksjer slik at gruppen kommer under tilbudspliktgrensen dersom tilbud ikke ønskes fremmet.

9.3.9 Gjentatt tilbudsplikt

På bakgrunn av bl.a. LBO-utvalgets forslag har Verdipapirhandellovutvalget vurdert i hvilken grad det bør innføres gjentatt tilbudsplikt dersom aksjonær som tidligere har gjennomført et pliktig tilbud, senere overstiger en høyere grense. LBO-utvalget foreslo en slik gjentatt tilbudsplikt der vedkommende øker sin andel til mer enn 65 pst.. Det ble vist til at praktiske hensyn taler mot å pålegge tilbudsplikt ved ethvert senere erverv, men at et erverv i visse situasjoner vil kunne påvirke kontrollen over selskapet og minoritetsaksjonærenes stilling i selskapet. Under henvisning til aksjeloven § 9-14 om såkalt vedtektsflertall, foreslo derfor LBO-utvalget at tilbudsplikt også skal inntre når noen er blitt eier av aksjer som tilsammen representerer mer enn 65 pst. av stemmene i et børsnotert selskap.

Verdipapirhandellovutvalget finner det ikke tilstrekkelig begrunnet at ny tilbudsplikt bør utløses når erververen passerer 65 pst. av stemmene og dette ikke skyldes kjøp iht. tilbudsplikt. Majoritetsaksjonæren vil ved passering av 67 pst. av stemmene i selskapet, normalt oppnå rettslig kontroll. I en slik situasjon vil selskapets aksjonærer imidlertid ha hatt mulighet til å selge seg ut i den første tilbudspliktrunden. Eventuelle betenkeligheter ved å komme i en minoritetssituasjon burde da vært hensyntatt av minioritetsaksjonærene tidligere. På dette tidspunkt måtte aksjonærene også regne med at tilbyderen kunne passere 67 pst. av stemmene og dermed oppnådd såkalt vedtektsflertall i løpet av tilbudsperioden. Det må på denne bakgrunn antas at det ikke nødvendigvis betales noen økt kontrollpremie ved å erverve en høyere andel enn 40 pst. Hensynet til fordeling av kontrollpremien, gjør seg derfor ikke nødvendigvis gjeldende etter at det først er gjennomført et pliktig tilbud. Utvalget viser for øvrig til at eventuelle nye aksjonærer må kunne forventes å ha vært klar over eiersituasjonen i selskapet på ervervstidspunktet. Disse synes derfor heller ikke å ha et begrunnet behov for ytterligere beskyttelse.

Etablering av ny tilbudsplikt ved 65 pst. vil kunne påføre oppkjøper en finansiell tilleggsbelastning. Dette vil kunne medføre en reduksjon i antall oppkjøp med det formål å øke erververens stemmeflertall fra simpelt til kvalifisert (dvs. 2/3). En ny tilbudsgrense vil også kunne føre til at den som har mer enn 40 pst. ikke kjøper flere aksjer i selskapet, selv om vedkommende ville vært interessert i dette ut fra bedriftsøkonomiske hensyn. Dette ville kunne medføre at vedtektsflertallet blir liggende lavere enn det ellers ville gjort. Ettersom utvalgets syn er at minioritetsaksjonærenes interesser er tilstrekkelig ivaretatt ved regelen om tilbudsplikt ved passering av 40 pst. av stemmene i selskapet, foreslås det på denne bakgrunn ikke nye regler om gjentatt tilbudsplikt. Det vises for øvrig til aksjeloven § 14-9 om innløsning av minioritetsaksjonærer der et morselskap eier mer enn ni tiendedeler av aksjene i datterselskapet. Denne bestemmelsen vil bli nærmere omtalt under *"Innløsning av minoritetsaksjonærer"* i punkt 9.3.19.

9.3.10 Særlige regler for enkelte institusjoner

Utvalget foreslår at unntaket fra tilbudspliktsreglene for finansinstitusjoner som erverver aksjer for å unngå eller begrense tap på engasjement videreføres i noe endret form. I samsvar med LBO-utvalgets forslag foreslås det at unntaket gjøres betinget av at finansinstitusjonen straks gir melding om ervervet til Oslo Børs. LBO-utvalget har lagt til grunn at Oslo Børs bør gis kompetanse til likevel å pålegge institusjonen plikt til innen en fastsatt frist å fremsette tilbud eller avhende aksjer

eller rett til aksjer slik at tilbudsplikten bortfaller. Det er vist til at det er behov for en prosedyre for å klargjøre overgangen fra rene dekningstransaksjoner til permanent erverv, og at en slik avklaring bør skje etter at institusjonen har hatt tid til å områ seg.

Det unntaket det her er snakk om gjelder kun aksjer som er overtatt for å unngå eller begrense tap på engasjement. Det hører i første rekke under Kredittilsynets å ha tilsyn med at finansinstitusjonene ikke gjennom aksjeerverv utøver virksomhet i strid med finanslovgivningen, samt at de fastsatte begrensninger i institusjonenes eierandeler i annen virksomhet overholdes. Det vises i denne sammenheng til forretningsbankloven §§ 19 og 24, sparebankloven § 24, finaniseringsvirksomhetsloven § 2-16 og forsikringsvirksomhetsloven §§ 7-1 og 7-2. På bakgrunn av de nevnte regler antar utvalget at det er lite praktisk at finansinstitusjoner i etterkant av en dekningstransaksjon vil beholde over 40 pst. av aksjene i et børsnotert selskap på permanent basis. I den grad dette overhodet skulle være praktisk, slutter imidlertid utvalget seg til at børsen bør kunne gi pålegg om tilbudsplikt eller nedsalg.

Etter gjeldende regler er det gjort unntak fra tilbudspliktreglene for Statens Banksikringsfond og Statens Bankinvesteringsfond. Mandatet har foranlediget at utvalget ikke har tatt stilling til i hvilken grad dette unntaket bør videreføres, idet en slik vurdering antas å høre inn under en mer generell vurdering av de to statlige fondenes virksomhet. Etter utvalgets syn er det imidlertid ikke behov for bestemmelsen på bakgrunn av de hensyn vphl. skal ivareta.

9.3.11 Adgangen til å sette vilkår for tilbudet

Etter gjeldende regler kan det settes som vilkår for et pliktig tilbud at tilbyderen til sammen blir eier av aksjer som representerer to tredjedeler av stemmene i selskapet. Bestemmelsen er tolket slik at det ikke kan settes vilkår om høyere eller lavere stemmeandel enn den nevnte, og at det heller ikke kan settes andre vilkår for tilbudet. Etter utvalgets syn bør adgangen til å sette et slikt vilkår ikke videreføres. Utvalget viser til at utviklingen har vist at behovet for slike vilkår, må anses å kunne ivaretas gjennom muligheten til å fremsette frivillige tilbud. Det vises forøvrig til at dagens regel ikke fremstår som umiddelbart naturlig. Mulighetene for at aksjonærene får oppgjør i henhold til tilbudet, vil svekkes desto høyere forbeholdsgrensen settes. Det burde derfor eventuelt vært anledning til å fastsette forbehold om oppnåelse av *inntil* 2/3 av stemmene.

Når det gjelder adgangen til å ta andre forbehold i tilbudet, viser utvalget til at et forbud mot å ta forbehold der konsesjon eller annen godkjennelse kreves i henhold til lov eller forskrifter, vil kunne medføre betydelig risiko for tilbyder. Dersom det ikke oppnås konsesjon vil tilbyder måtte selge seg ned igjen, noe som kan medføre økonomisk tap. Denne risikoen vil kunne avhjelpes dersom det er mulig å oppnå forhåndstilsagn om konsesjon. Slike forhåndstilsagn er vanskelig å gi, idet faktum av betydning for om konsesjon skal gis, ofte ikke vil foreligge før tilbudsplikten utløses. Utvalget viser i denne forbindelse også til konkurranseloven § 3-11 der det fremgår at Konkurransetilsynet kan gripe inn mot bedriftserverv innen 6 måneder etter at det er inngått endelig avtale om ervervet. Ervervsdrivende som ønsker å få avklart om det vil bli aktuelt med inngrep, kan melde den endelige avtale om ervervet til Konkurransetilsynet, og dermed utløse en 3 måneders frist for tilsynet til å varsle at inngrep kan bli aktuelt. Utvalget viser for øvrig til at konsesjonsregler kan skape problemer i en oppkjøpssituasjon også dersom den aktuelle konsesjonslov forutsetter at konsesjon skal foreligge før ervervet. Slike regler er kjent fra finanslovgivningen. I slike tilfeller anses likevel problemene av mindre betydning

idet konsesjon normalt kreves ved erverv av mer enn 10 pst. av stemmene i selskapet. Konsesjon må derfor foreligge før erverv som utløser tilbudsplikt.

De ulemper manglende adgang til å ta konsesjonsforbehold medfører for tilbyder, må vurderes i forhold til den uthuling av tilbudsplikten et konsesjonsforbehold kan medføre. Utvalget legger til grunn at en aksjonær som f.eks. trenger konsesjon for å eie 50 pst., men anser at vedkommende har tilstrekkelig kontroll med 49 pst., i enkelte tilfeller vil kunne utforme en konsesjonssøknad på en slik måte at konsesjon ikke gis. Et alternativ kan være at tilbyder forsøker å trenere konsesjonssaken slik at mulige selgere ikke finner å kunne opprettholde sin aksept. Utvalget antar at de nevnte situasjoner ikke vil utgjøre normaltilfellene. Etter utvalgets syn bør likevel regelen fortsatt være at det ikke skal kunne tas konsesjonsforbehold i pliktige tilbud. Utvalget viser i denne forbindelse også til drøftelsen av frivillige tilbud i *"Frivillige tilbud"* i punkt 9.3.17 nedenfor. Det legges til grunn at hensynet til tilbyder er tilstrekkelig ivaretatt ved at vedkommende kan ta konsesjonsforbehold og andre forbehold i et frivillig tilbud. Utvalget viser til at de fleste oppkjøp i det norske markedet starter med frivillige betingede tilbud. Utvalget er ikke kjent med at det i praksis har oppstått avgjørende problemer med at det ikke kan tas slike forbehold i pliktige tilbud, som oftest først utløses etter at et frivillig tilbud er gjennomført. Det legges derfor til grunn at det allerede i dag er, og i fremtiden også bør være, opp til hver enkelt investor å strukturere sitt oppkjøp på en slik måte at dette ikke skaper problemer.

De ovennevnte hensyn gjør seg gjeldende i enda større grad ved andre forbehold enn de som er knyttet til lov- eller forskriftsbestemte krav til konsesjon. Utvalget legger derfor til grunn at det heller ikke skal være adgang til å ta andre forbehold i et pliktig tilbud.

9.3.12 Tilbudet

9.3.12.1 Utløsning av tilbudsplikt

Tilbudsplikten utløses på det tidspunkt en aksjonær gjennom erverv *blir eier* av aksjer som representerer mer enn 40 pst. av stemmene i selskapet. Det avgjørende for utløsning av tilbudsplikt vil derfor være det tidspunkt eierbeføyelsen går over. Tidspunktet for oppgjør vil ikke ha noen selvstendig betydning. Ved erverv gjennom fusjon antar utvalget at registreringen av fusjonen i foretaksregistret må være avgjørende.

Det foreslås en videreføring av gjeldende bestemmelse om at dersom ervervet er avhengig av styrets godkjennelse etter selskapets vedtekter, skal styret anses å samtykket hvis ikke saken er avgjort innen tre uker etter at melding om ervervet er mottatt av selskapet. I slike tilfeller vil ikke de aktuelle aksjene anses ervervet i relasjon til tilbudspliktbestemmelsen, før styrets samtykke foreligger. Det vil derfor ikke foreligge noe erverv som kan utløse tilbudsplikt før samtykke foreligger. Verdipapirhandellovutvalget slutter seg til den begrunnelse som er gitt i Ot.prp. nr. 53 (1988-89) s. 27 for den fastsatte tre-ukersfristen for styrets beslutning. I proposisjonen er det vist til at det anses ønskelig at spørsmålet om godkjenning av et erverv som vil kunne utløse tilbudsplikt, avgjøres raskt. Pliktene etter tilbudsplikt-reglene vil etter dette inntre 3 uker etter ervervet, eller på det tidligere tidspunkt styrets avgjørelse foreligger.

Utvalget viser forøvrig til at det i praksis er begrenset adgang for styret i børsnoterte selskaper til å nekte samtykke. I praksis er det dessuten vanlig at arbeidet med tilbudet starter umiddelbart uavhengig av om ervervet er avhengig av styresamtykke.

9.3.12.2 Melding til børsen

Der tilbudspliktgrensen er overskredet skal det etter gjeldene regler straks gis tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet. Det er ikke fastsatt noen prosedyre for klargjøring av om det vil bli fremsatt tilbud før utløpet av fristen for å avhende aksjer slik at tilbudsplikten faller bort.

Verdipapirhandellovutvalget foreslår at den tilbudspliktige straks skal gi melding til børsen og til selskapet om det vil bli fremsatt tilbud eller om det vil foretas salg slik at tilbudsplikten bortfaller. Det foreslås videre at børsen skal offentliggjøre meldingen. Utvalget legger til grunn at en slik bestemmelse vil ivareta hensynet til markedets behov for en rask avklaring av situasjonen. Dersom melding ikke gis vil det foreligge en forsømmelse som kan gi grunnlag for ileggelse av daglig mulkt. Det vil imidlertid kunne oppstå situasjoner der bakgrunnen for at melding ikke sendes er at vedkommende aksjonær bestrider grunnlaget for tilbudsplikt. Utvalget foreslår en egen bestemmelse om at børsen i slike tilfeller skal treffe vedtak om de spørsmål aksjonærenes innsigelser reiser. Vedtaket vil kunne påklages til børsklagenemden etter de alminnelige regler som gjelder for slike klager.

Etter utvalgets syn vil en bestemmelse som foreslått medføre en bedre avklaring av tvilsspørsmål knyttet til tilbudsplikten, enn en fremgangsmåte der børsen indirekte tar stilling til grunnlaget for tilbudsplikten gjennom et sanksjonsvedtak. Det legges til grunn at børsen i tillegg til selve grunnlaget for tilbudsplikten også tar stilling til den videre prosedyre i saken, herunder eventuelle særlige frister for å fremsette tilbud, bruken av aksjonærrettigheter i perioden inntil tilbud er gitt, mv. En eventuell klage kan gis oppsettende virkning i medhold av de regler som følger av forvaltningsloven. Utvalget antar at hovedregelen bør være at det gis oppsettende virkning i slike tilfeller. Det vises for øvrig til at klager til Børsklagenemnden normalt avgjøres forholdsvis raskt. Det bør forutsettes at klager på vedtak vedrørende tilbudsplikt gis høy prioritet.

Utvalget foreslår ingen uttrykkelig bestemmelse om når tilbud skal fremsettes, men forutsetter at dette i samsvar med gjeldende praksis gjøres uten ugrunnet opphold.

Dersom det ikke fremsettes tilbud i samsvar med meldingen, legger utvalget til grunn at børsen normalt må benytte de sanksjonsmuligheter som foreligger, for å tvinge frem et tilbud. Utvalget viser til at melding om at tilbud vil bli fremsatt i en viss grad kan ses som et tredjemannsløfte som gir de øvrige aksjonærene en berettiget forventning om at de vil gis rett til å få solgt sine aksjer. Markedet vil innrette seg etter meldingen, med de følger det kan få for aksjekursen. Det er derfor utvalgets syn at tilbyder ikke skal kunne trekke seg etter at det er gitt melding om at tilbud vil fremsettes. Utvalget er oppmerksom på at det i praksis kan oppstå særlige tilfeller, der både rimelighetshensyn overfor tilbyder og hensynet til minoritetsaksjonærene, kan tilsi at det gis anledning til nedsalg selv om det er gitt melding om at tilbud vil fremsettes. Utvalget antar at slike særlige tilfeller vil finne sin løsning gjennom børsens praksis.

Dersom det gis melding om at det vil foretas nedsalg, vil hensynet til at aksjonærene har innrettet seg etter meldingen ikke ha den samme vekt som der det er gitt melding om at tilbud vil bli fremmet. Etter utvalgets syn bør det i slike tilfeller gis adgang til å skifte standpunkt innen den frist som er satt for nedsalg, dvs. 4 uker. Fremsettelse av tilbud i denne perioden kan f.eks. være aktuelt dersom det viser seg vanskelig å selge den aktuelle aksjepost til ønsket kurs. Utvalget foreslår etter dette at melding om at tilbud allikevel vil bli fremsatt, eventuelt må sendes børsen innen utløpet av 4-ukers fristen. Dersom ny melding ikke er sendt innen denne fristen, vil det måtte foretas nedsalg. Et eventuelt nytt tilbud må i tilfelle fremsettes etter at ned-

salg er foretatt. Utvalget har her lagt vekt på at det av hensyn til markedet bør fastsettes en absolutt grense.

Etter det utvalget er kjent med har ikke gjeldende regler om at tilbudsperioden ikke kan være lengre enn 6 uker og ikke kortere enn 3 uker, skapt problemer i praksis. Bestemmelsen foreslås derfor videreført. Tilsvarende foreslås det en videreføring av gjeldende bestemmelse om at dersom det fremsettes et nytt tilbud i tilbudsperioden, skal denne forlenges. Utvalget foreslår at tilbudsperioden skal forlenges slik at det gjenstår minst to uker til fristens utløp.

9.3.13 Tilbudspris og oppgjør

9.3.13.1 Tilbudspris

Utvalget foreslår en videreføring av bestemmelsen om at tilbudsprisen skal være minst like høy som det høyeste vederlag tilbyderen har betalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte, eller i tilbudsperioden. Utvalget foreslår imidlertid en presisering av at betaling av høyere pris i selve tilbudsperioden, anses som nytt tilbud.

Utvalget antar at det normalt ikke vil oppstå tvil mht. hvilket høyeste vederlag tilbyder har betalt de siste 6 måneder. Når det gjelder opsjonspremier er det i Ot.prp. nr. 53 antatt at opsjonspremier ved standardiserte opsjoner reflekterer et markedsbestemt kursnivå og dermed ikke skal inkorporeres i den tilbudspris tilbyder plikter å gi når det er ervervet aksjer ved utøvelse av slike opsjoner. Utvalget slutter seg til denne forståelsen og legger til grunn at det også vil gjelde – som i dag – for ikke-standardiserte opsjoner som er priset på tilsvarende måte. Utvalget er oppmerksom på at det kan være vanskelig å vurdere hva som bør anses som opsjonspremie og fastsatt kurs på de underliggende verdipapirene ved ikke-standardiserte opsjoner. Etter utvalgets syn må det imidlertid tilligge børsen i det konkrete tilfelle å vurdere i hvilken grad elementer i det som oppgis som opsjonspremie bør inngå i grunnlaget for tilbudsprisen. Det vises for øvrig til at en løsning der opsjonspremier skulle inngå i tilbudsprisen, ville være til hinder for nødvendige opsjonsutstedelser som ledd i forberedelsen av et mulig oppkjøp. Utsteder av opsjonen påtar seg en risiko ved å frasi seg muligheten til å velge et eventuelt annet høyere bud og ved ikke å kunne selge aksjen i opsjonsperioden. Den opsjonspremien vedkommende mottar bør derfor ikke føre til en høyere tilbudspris i forhold til de øvrige aksjonærene som ikke har bundet seg opp og tatt risiko på tilsvarende måte.

Utvalget er kjent med at det i forbindelse med betingede frivillige tilbud i enkelte tilfeller er gitt en rentekompensasjon til dekning av eventuelle markedsmessige tap fra enten aksepttidspunktet eller et «proforma oppgjørstidspunkt» eller utløpet av tilbudsperioden, og frem til oppgjør skjer, etter at betingelsene for tilbudet har bortfalt. Dersom det frivillige tilbudet senere medfører et pliktig tilbud, kan det spørres om rentekompensasjonen skal inngå i den pris tilbyder anses å ha betalt. Utvalget legger til grunn at slik rentekompensasjon ikke skal anses som del av vederlaget dersom den utgjør en reell markedsmessig kompensasjon for likviditetsavsavn fra det tidspunkt oppgjør ville blitt gitt dersom det ikke var tatt forbehold for tilbudet, og frem til tidspunktet for oppgjør. En slik kompensasjon til dekning av reell risiko bør etter utvalgets syn, ikke uten videre komme de aksjonærer til gode som ikke aksepterer et frivillig tilbud, men avventer et pliktig. En slik løsning ville også øke motivasjonen til å passivt avvente de øvrige aksjonærenes utspill, og dermed vanskeliggjøre gjennomføringen av frivillige tilbud.

I samsvar med det som er lagt til grunn i forbindelse med børsens godkjenning av pliktige tilbud, legger utvalget for øvrig til grunn at det ikke skal kunne gis rentekompensasjon fra aksepttidspunktet, dersom dette er før utløpet av tilbudsperio-

den. Tilbudsperioden er fastsatt for at aksjonærene skal kunne ha tilstrekkelig tid til å vurdere tilbudet. En type «hurtigsvarspremie» ved at det gis rentekompensasjon fra aksepttidspunktet, vil kunne uthule den beskyttelse som ligger i reglene om tilbudsperioden.

9.3.13.2 Godkjennelse av tilbudspris

Etter gjeldende rett skal tilbudet godkjennes hvis det tilfredsstiller lovens krav, uavhengig av om prisen på det tidspunkt tilbudet fremsettes er lavere enn markedsprisen. LBO-utvalgets flertall la til grunn at børsen ikke skulle være bundet til å godkjenne tilbud basert på minsteprisen, bl.a. fordi det ellers ville være mulig å omgå tilbudspliktreglene ved tidsmessige egnede transaksjoner på forhånd. I utvalgets innstilling ble det antatt at prisen vanligvis neppe bør avvike fra markedskursen på tilbudstiden dersom denne er høyere enn minsteprisen.

Verdipapirhandellovutvalget anser det av stor betydning at en tilbyder på forhånd kan beregne hva tilbudsprisen vil være. En adgang for børsen til å sette tilbudsprisen høyere enn lovens minstekrav, ville ikke skape tilstrekkelig forutberegnelighet for tilbyder. Etter utvalgets syn bør børsens oppgave som markedsplass være å bidra til at de regler som gjelder for markedsplassen overholdes. Reglene om tilbudsplikt er særlig begrunnet i hensynet til likebehandling av aksjonærene. Som påpekt av LBO-utvalgets mindretall vil tilbyder vanligvis ha betalt en viss kontrollpremie for det erverv av eierandel som utløser tilbudsplikten. Det er denne kontrollpremien de andre aksjonærene skal få del i, og ikke nødvendigvis den høyeste pris aksjemarkedet til enhver tid er villig til å betale. Skulle aksjekursen bli høyere enn tilbudsprisen, vil aksjonærene dessuten kunne selge ordinært i markedet til denne kurs.

Uavhengig av det hovedprinsipp som nevnt, kan det etter utvalgets syn foreligge behov for å overprøve en pris i de rene omgåelsestilfeller. Hva som menes med omgåelse i denne forbindelse må imidlertid presiseres kort; Dersom tilbyderen først sikrer seg en kontrollerende aksjepost og betaler den kontrollpremie kjøpet tilsier, og deretter venter i 6 måneder før han kjøper de få gjenstående aksjer som utløser tilbudsplikt og disse kjøpes til markedskurs, bør denne nye markedskursen ligge til grunn for tilbudet uavhengig av om den er lavere enn den kurs de tidligere aksjene er kjøpt på. Tilbyder har påtatt seg en risiko ved å sitte og vente på eventuelle endringer i aksjekursen. Dette kan ikke regnes som en omgåelse. Etter utvalgets syn er det ikke hensyn som tilsier at de øvrige aksjonærene skal gis et høyere tilbud enn det som følger av hovedregelen i et slikt tilfelle.

Spørsmålet om en alternativ tilbudspris kan imidlertid oppstå dersom en tilbyder kjøper den siste posten til lavere kurs enn markedskurs og effekten er at det blir fastsatt en lavere tilbudspris eller der vedkommende aksjonær gis anledning til å kjøpe aksjer til gunstigere pris enn markedskursen på bakgrunn av f.eks. vedkommendes ansettelsesforhold i selskapet. Tilsvarende spørsmål kan oppstå der erverv er foretatt i form av opsjonsinnløsning. Også i slike tilfeller kan det sies at aksjonærene vil kunne selge sine aksjer i markedet fremfor å akseptere tilbudet. Mulighetene for slikt salg vil imidlertid avhenge av bl.a. likviditeten i markedet. Utvalget har på denne bakgrunn vurdert om tilbudsprisen burde fastsettes til den høyeste kurs av det tilbyderen har betalt 6 måneder før tilbudet eller markedskurs på tidspunktet for tilbudet dersom denne er høyere. En ulempe med en slik regel er muligheten for manipulering av markedskursen. Etter utvalgets syn er det likevel en større ulempe hvis man skulle kunne ordne slike siste erverv utenfor markedet.

Utvalget har kommet til at tilbudsprisen bør fastsettes til den høyeste kurs tilbyderen har betalt 6 måneder før tilbudet eller til markedsprisen på det tidspunkt til-

budsplikten inntrer dersom denne klart anses høyere. Det vil høre under børsen å vurdere om den tilbudte pris er i samsvar med lovens krav. Utvalget legger til grunn at utgangspunktet skal være den kurs som er betalt, og at markedskurs bare skal benyttes der det fremstår klart at denne er høyere.

Utvalget foreslår en videreføring av gjeldende bestemmelse om at nytt tilbud skal anses fremsatt dersom tilbyderen etter at tilbudet er fremsatt og før utløpet av tilbudsperioden har betalt eller avtalt høyere vederlag enn tilbudsprisen.

9.3.13.3 Oppgjør

Utvalget foreslår en videreføring av bestemmelsen om at aksjonærene alltid skal tilbys og kan kreve oppgjør i penger. Aksjonærene vil imidlertid kunne avtale oppgjør i annet enn penger, f.eks. aksjer. Ved oppgjør i annet enn penger vil det kunne oppstå verdsettelsesproblemer. Etter utvalgets syn er aksjonærenes interesser her ivaretatt ved at de kan kreve oppgjør i penger, og at dette skal settes minst like høyt som høyeste vederlag tilbyderen har betalt 6 måneder før tilbudet eller markedskursen på tilbudstidspunktet. Utvalget anser det ikke mulig å fastsette lovregler som sikrer en korrekt verdsetting av et hvert annet formuesgode som kan være del av oppgjøret. Det vises imidlertid til at oppgjør i nyemitterte verdipapirer vil følge reglene om emisjonskontroll i vphl. § 9 flg, jf. utvalgets forslag til nye regler som er omtalt i *"Prospektkrav ved offentlige tilbud om kjøp eller tegning av finansielle instrumenter"* i kapittel 10. Det vises dessuten til den foreslåtte bestemmelse om at tilbudsdokumentet skal inneholde opplysninger om prinsippene som er lagt til grunn for verdsettelsen av formuesgjenstander som tilbys som oppgjør, herunder opplysninger om forhold som må tillegges vekt ved bedømmelsen av spørsmålet om å tegne eller erverve verdipapirer. Bestemmelsen er nærmere kommentert i *"Tilbudsdokumentet"* i pkt. 9.3.14. Utvalget viser forøvrig til at det vil være markedsverdien av de formuesgjenstander som tilbys som oppgjør, på det tidspunkt tilbudet fremsettes, som skal legges til grunn for beregningen av vederlaget.

Det følger av gjeldende regler at oppgjøret skal garanteres av bank eller forsikringsselskap etter nærmere regler fastsatt av Oslo Børs. Utvalget anser det hensiktsmessig at kravet til garanti fastsettes utfyllende i loven. Det legges til grunn at det i utgangspunktet ikke kan skilles mellom EØS-foretak og norske foretak, jf. ikke-diskrimineringsprinsippet i EØS-avtalen. Etter utvalgets syn taler imidlertid hensynet til å få effektiv dekning under garantien, for at det forutsettes at garantisten har adgang til å drive virksomhet i Norge. Utvalget legger derfor til grunn at garanti kan stilles av finansinstitusjoner som har adgang til å drive virksomhet i Norge.

Utvalget forutsetter at det etter utløpet av tilbudspliktperioden gis oppgjør uten unødig opphold. I samsvar med Oslo Børs' praksis legges det til grunn at oppgjør bør skje innen en uke til ti dager. Dersom oppgjør ikke gis uten unødig opphold vil dette etter utvalgets syn kunne anses i strid med reglene om god forretningsskikk.

9.3.14 Tilbudsdokumentet

9.3.14.1 Opplysninger i tilbudsdokument

Oslo Børs' kontroll med pliktige tilbud omfatter bl.a. kontroll med at tilbudsdokumentet inneholder visse minimumsopplysninger. Kravet til opplysninger bygger i praksis på bl.a. det utkast til forskrifter som Finansdepartementet i sin tid sendte på høring. Det følger av dette forskriftsutkastet at tilbudsdokumentet særlig skal redegjøre for:

a) organisasjonsform, navn og hjemsted til det selskap hvis aksjer man tilbyr å kjøpe

b) tilbyders navn og adresse. Er tilbyder et selskap skal organisasjonsform, formål, navn, hjemsted og foretaksnummer angis.
c) hvilke aksjer og konvertible obligasjoner i det selskap man tilbyr å kjøpe aksjer, med angivelse av stemmerettigheter/konverteringskurs og tidsrom for konverteringsrett, tidspunkt og kurs for ervervet, som innehas av:
   –tilbudsgiveren
   –andre personer og/eller selskaper som handler for tilbudsgiverens regning
   –selskap som tilbudsgiveren har slik innflytelse i som nevnt i aksjeloven § 1-2
   –personer og/eller selskap som opptrer i overensstemmelse med tilbudsgiveren
   –medlemmene av ledelse og styre i det selskap som gir tilbudet.

d) den pris som tilbys pr. aksje og når betaling skal finne sted og formen på betalingen
e) hvilken hensikt tilbyder har med ervervet av vedkommende selskap, samt hvilke eventuelle særlige fordeler som tenkes tilstått ledelsen i det selskapet man tilbyr å kjøpe aksjer
f) juridiske og skattemessige konsekvenser av tilbudet, herunder eventuelle konsesjonsforhold
g) avtaler vedrørende utøvelse av stemmerett som er knyttet til selskapets aksjer
h) finansieringen av tilbudet
i) skal det som vederlag ytes verdipapirer, skal tilbyderen fremlegge regnskap for de(t) selskap hvis verdipapirer skal benyttes som oppgjørsmiddel. Regnskapet skal ikke være eldre enn 6 måneder. Det skal videre fremlegges minst to uavhengige verdivurderinger som fastsetter verdien på de verdipapirer som tilbys som vederlag.
j) hvilke garantier som iht. verdipapirhandelloven § 5A (6) stilles for oppfyllelse av tilbyders forpliktelser
k) fristen for aksept av tilbudet og hvordan tilbudet skal aksepteres
l) hvorvidt tilbudet er betinget iht. verdipapirhandellovens § 5A fjerde ledd.

I henhold til forskriftsutkastet skal tilbudsdokumentet inneholde en bekreftelse fra advokat og/eller revisor om at de opplysninger som gis er korrekte.

Utvalget legger til grunn at regler om plikt til å utarbeide tilbudsdokument samt krav til informasjon i dokumentet, bør fastsettes i loven. Når det gjelder kravet til opplysninger i tilbudsdokumentet, antar utvalget at gjeldende praksis i hovedsak bør videreføres. Denne er etter det utvalget er kjent med, i stor grad sammenfallende med de krav til opplysninger som ble foreslått av LBO-utvalget. Det foreslås en generell regel om at tilbudsdokumentet skal gjengi tilbudet og gi riktige og fullstendige opplysninger om forhold av betydning ved vurderingen av tilbudet. Det foreslås videre en spesifisering av hvilke opplysninger som særskilt skal fremgå av tilbudsdokumentet.

I tilbudsdokumentet skal det for det første angis tilbyders navn og adresse samt organisasjonsform og organisasjonsnummer dersom tilbyder er et foretak.

Det skal i tillegg gis informasjon om og eventuelt med hvem tilbyder er konsolidert. I tilfeller hvor det foreligger konsolideringsgrunnlag skal det dessuten gis opplysninger om eventuelle aksjonæravtaler av betydning for selskapets øvrige aksjonærer.

Videre skal det opplyses hvilke aksjer og lån som nevnt i aksjeloven § 5-1 (konvertible obligasjoner) i det børsnoterte selskapet som eies av tilbyderen eller av noen tilbyderen er konsolidert med. Det skal oppgis tilbudspris, oppgjørsfrist og oppgjørsform, samt hvilke garantier som stilles for oppfyllelse av tilbyders forpliktelser.

Dersom det tilbys oppgjør i annet enn penger, skal det fremgå hvilke prinsipper som er lagt til grunn for verdsettelsen av formuesgjenstandene. Inneholder tilbudet en rett for aksjonærene til å velge oppgjør helt eller delvis i verdipapirer, foreslås det at tilbudsdokumentet skal inneholde opplysninger om forhold som må tillegges vekt ved bedømmelsen av spørsmålet om å tegne eller erverve verdipapirene. For de tilbud om tegning eller kjøp som faller inn under de foreslåtte prospektreglene, vil det måtte utarbeides eget prospekt iht. disse bestemmelsene. Det er imidlertid ikke noe til hinder for at de nødvendige opplysningene gis i ett og samme dokument.

Det skal opplyses hvilken frist som gjelder for aksept av tilbudet og hvordan tilbudet skal aksepteres.

I en del tilfeller vil oppkjøpet foretas i samråd med selskapets ledelse. I slike tilfeller foreslås det at det skal fremgå hvilken kontakt tilbyder har hatt med ledelsen eller styrende organer før fremsettelsen av tilbudet. Det skal dessuten opplyses om særlige fordeler som etter avtale tilstås medlemmer av ledelsen eller styrende organer i selskapet, eller som noen av disse er stilt i utsikt.

Også juridiske og skattemessige konsekvenser av tilbudet skal fremgå av tilbudsdokumentet.

I tillegg til de forholdsvis konkrete opplysninger som er nevnt over, foreslår utvalget at det skal gis opplysninger om hvordan kjøpet av aksjene skal finansieres, samt formålet med å overta kontrollen i selskapet, herunder planer for videre drift, reorganisering mv. av selskapet og det konsern som dette eventuelt inngår i. Det foreslås dessuten at det skal gis opplysninger om den betydning gjennomføringen av tilbudet vil få for de ansatte, herunder de rettslige, økonomiske og arbeidsmessige virkninger. I denne forbindelse viser utvalget til at kravene til tilbudsdokument må utformes og praktiseres på en måte som gjør at ikke reglene i seg selv hindrer oppkjøp ved at tilbyder i for stor grad gis plikt til å offentliggjøre sine planer med oppkjøpet. I mange tilfeller vil oppkjøper investere betydelige ressurser i søke- og budgivningsprosessen, eksempelvis mht. mulig omstrukturering og effektivisering av selskapet. Det er ikke opplagt at andre mulige kjøpere uten videre skal kunne dra nytte av slik informasjon. På den annen side tilsier hensynet til aksjonærene at de gis anledning til å vurdere selskapet ut fra den samme informasjon som tilbyder har hatt tilgjengelig. Etter utvalgets syn bør det her skilles mellom informasjon tilbyder har skaffet seg gjennom alment tilgjengelige kilder, og informasjon vedkommende har fått særskilt tilgang på fra selskapet. Sistnevnte type informasjon må etter utvalgets syn gjøres tilgjengelig for dem tilbudet rettes til, og for verdipapirmarkedet generelt, senest samtidig med fremsettelsen av tilbudet. Dette følger etter utvalgets syn allerede av børsforskriften § 23-8 om likebehandling og § 22-1 om god børsskikk. Tilbyders personlige vurderinger av tilgjengelig informasjon, herunder mulighetene for videre drift av selskapet, reorganisering mv. bør tilbyder i stor grad kunne holde for seg selv. Det samme gjelder elementer i finansieringen av oppkjøpet.

De særskilte opplysninger som ifølge lovforslaget skal fremgå av tilbudsdokumentet, må suppleres med andre opplysninger som utfra det konkrete tilfellet anses av betydning for å kunne vurdere tilbudet. Det vil tilligge børsen å sørge for at de nødvendige opplysninger tas inn i dokumentet på egnet måte.

Den tilbudsplikten påhviler skal underskrive tilbudsdokumentet. I konsoliderte grupper vil tilbud etter eget valg kunne fremsettes felles fra hele eller deler av gruppen, uavhengig av hvem tilbudsplikten formelt påhviler. Dersom tilbudsdokumentet utarbeides av èn av deltakerne i gruppen, vil børsen i medhold av den alminnelige opplysningsplikten som gjelder overfor børsen, kunne forelegge tilbudsdokumentet for de øvrige deltakerne i gruppen for kommentarer. Utvalget foreslår ingen

bestemmelse om at tilbudsdokumentet skal inneholde en bekreftelse fra advokat og/ eller revisor om at de opplysninger som gis er korrekte.

9.3.14.2 Kontroll med og offentliggjøring av tilbudsdokument

Tilbudsdokumentet foreslås, i samsvar med gjeldende rett, å skulle godkjennes av børsen før tilbud fremsettes eller offentliggjøres.

Av hensyn til oppkjøpers forutberegnelighet legger utvalget til grunn at børsens kontroll skal være begrenset til å påse at tilbudsdokumentet oppfyller lovens krav.

I samsvar med LBO-utvalgets forslag foreslås det presisert at tilbudet etter at det er godkjent, skal gjøres kjent for aksjonærene og de ansatte i selskapet. Plikten til å gjøre tilbudet kjent vil i første rekke påhvile tilbyder. Utvalget finner imidlertid grunn til å påpeke at det må kunne forutsettes at målselskapets styre og ledelse ikke legger praktiske hindringer i veien for at tilbyder skal kunne gi sitt tilbud og at selskapets aksjonærer selv kan få ta standpunkt til dette. Eksempelvis må det forutsettes at målselskapet bidrar med oversikter over aksjonærene og adresseregistere mv., der dette anses nødvendig for tilbyder, mot dekning av faktiske utgifter.

Det er tilbudsdokumentet som skal offentliggjøres og gjøres kjent for aksjonærene og de ansatte i selskapet. Utvalget legger til grunn at tilbudet skal gjøres kjent gjennom en direkte henvendelse til aksjonærene. Tilsvarende gjelder i forhold til de ansatte. Her bør det imidlertid være tilstrekkelig at tilbudet meddeles de ansattes tillitsvalgte.

Etter gjeldende regler har Oslo Børs lagt til grunn at det vil være i strid med god forretningsskikk å sende aksjonærene en kortversjon av tilbudsdokumentet vedlagt akseptformular samt opplysninger om hvor fullstendig tilbudsdokument kan innhentes. Utvalget slutter seg til at en slik fremgangsmåte kan være uheldig. Ettersom det stilles spesifikke krav til hvilke opplysninger som skal fremgå av tilbudsdokumentet, bør det ikke aksepteres fremgangsmåter der aksjonærene oppfordres til å akseptere tilbudet før de har hatt reell oppfordring til å vurdere tilbudet, herunder alle opplysninger som gis i tilbudsdokumentet. På den annen side vil det i selskaper med et stort antall aksjonærer være forbundet med store kostnader å måtte sende fullt tilbudsdokument til alle aksjonærene.

Utvalget har kommet til at det bør kreves at tilbudsdokument sendes til alle aksjonærene i selskapet. Dette for at de skal gis reell mulighet til å vurdere tilbudet. Når det gjelder kostnadene forbundet med slik utsendelse, viser utvalget til at loven stiller krav til prospektets innhold og ikke til presentasjonen av de aktuelle opplysningene. Det vil derfor ikke være nødvendig å utarbeide prospekter i den form man i flere tilfeller har sett i praksis.

9.3.15 Finansiell bistand

LBO-utvalget foreslår et forbud mot at børsnoterte selskaper kan gi lån eller tilsagn om lån eller annen kapitaltilførsel når midlene skal brukes til å betale for aksjer i selskapet som erverves i henhold til frivillige tilbud og tilbud etter tilbudsplikt. Tilsvarende gjelder finansbistand til å innfri, betjene eller sikre lån som skal benyttes til betaling for aksjene. Forbudsbestemmelsen skal gjelde i tiden før tilbud blir fremsatt og i tilbudsperioden. Etter utløpet av tilbudsperioden foreslås finansbistand som nevnt bare å kunne ytes dersom selskapet og tilbyderen først har offentliggjort minst et revidert årsregnskap etter at tilbudet er gjennomført. Forbudet mot bistand etter utløpet av tilbudsperioden foreslås ikke gjort gjeldende for frivillige tilbud som er begrenset slik at gjennomføringen av tilbudet ikke utløser tilbudsplikt.

Forbudet mot ulike former for medvirkning fra selskapets side tar først og fremst sikte på å hindre at kapitalen i selskapet direkte brukes til eller medvirker til at selve oppkjøpet kommer i stand eller til å refinansiere lån opptatt for å sikre gjennomføringen av oppkjøpet, herunder overta slikt lån i den nærmeste tid etter at oppkjøpet har funnet sted. Som nevnt innledningsvis, bør spørsmålet om i hvilken grad selskapet kan yte finansiell bistand løses i medhold av de alminnelige selskapsrettslige regler. Utvalget antar at Aksjelovutvalget vil vurdere aksjeloven § 12-10 i lys av bl.a. LBO-utvalgets utredning.

Det foreslås etter dette ikke særskilte regler i vphl. om selskapenes adgang til å yte finansiell bistand i forbindelse med tilbud om kjøp av selskapets aksjer.

9.3.16 Selskapets plikter i tilbudsperioden

9.3.16.1 Uttalelse fra selskapets styre

Verdipapirhandellovutvalget foreslår at målselskapets styre skal avgi en uttalelse om tilbudet. Det presiseres at det ikke kreves at styrets uttalelse inneholder noen anbefaling til aksjonærene om hvordan disse bør forholde seg til tilbudet. Styret bør ikke tvinges til å ta standpunkt i en situasjon der forskjellige aksjonærgrupperinger, de ansatte, kreditorene mv. kan ha forskjellige interesser, og spørsmålet derfor kan være dårlig egnet for styrevedtak. Som aksjonærenes tillitsmenn og de som presumptivt kjenner selskapet best, bør imidlertid styret i størst mulig utstrekning prøve å gi veiledning til sine aksjonærer.

Styrets uttalelse om tilbudet foreslås å skulle gi opplysninger om bl.a. de ansattes syn og andre forhold av betydning ved vurderingen av om tilbudet bør aksepteres av aksjonærene. Dersom tilbudet er fremsatt av noen som er medlem av styret i selskapet, skal Oslo Børs avgjøre hvem som skal avgi uttalelse på vegne av selskapet. Tilsvarende foreslås å gjelde der tilbudet er fremsatt i forståelse med selskapets styre. En uttalelse fra styret vil i disse tilfellene kunne reise habilitetsmessige spørsmål. Utvalgets forslag er på dette punktet i samsvar med LBO-utvalgets forslag.

Også opplysninger om styremedlemmers og daglig leders egen vurdering av tilbudet i egenskap av aksjonær i selskapet, vil kunne ha interesse for de øvrige aksjonærene. Det foreslås derfor at styrets uttalelse skal inneholde opplysninger om hvorvidt styremedlemmene og daglig leder for egen regning har akseptert eller bestemt seg for å akseptere tilbudet for eget vedkommende. Etter utvalgets syn kan det imidlertid ikke forlanges at styremedlemmene skal ta stilling til tilbudet før tilbudsperioden er ute. Det vil derfor kunne opplyses i uttalelsen om og i tilfelle hvilket standpunkt styremedlemmene og daglig leder har tatt til tilbudet i egenskap av aksjonær i selskapet.

Det foreslås at uttalelsen skal foreligge senest én uke før tilbudsperiodens utløp. Uttalelsen skal forelegges aksjonærene og børsen, samt gjøres kjent for de ansatte.

9.3.16.2 Forbud mot å treffe visse vedtak

Utvalget legger til grunn at det bør fastsettes enkelte begrensninger i målselskapets handlefrihet i oppkjøpsperioden. Tiltak fra selskapets side som forsvar mot et oppkjøp, vil ikke nødvendigvis være i samsvar med aksjonærenes interesser.

LBO-utvalget har foreslått at selskapets vedtaksmyndighet skal begrenses i perioden fra det er underrettet om at tilbud vil gis til resultatet av tilbudet er klart. I den aktuelle perioden foreslås det at selskapets styre eller administrerende direktør ikke kan treffe vedtak om:

a) utstedelse av aksjer eller andre verdipapirer av selskapet eller et datterselskap

b)fusjon av selskapet eller et datterselskap
c)oppløsning av selskapet
d)salg eller kjøp av vesentlige virksomhetsområder i selskapet eller dets datterselskaper, herunder avhendelse eller erverv av datterselskaper, eller andre disposisjoner av vesentlig betydning for arten eller omfanget av virksomheten»

LBO-utvalget foreslo at begrensningene som nevnt ikke skal gjelde disposisjoner som må antas å være ledd i løpende forretningsdrift eller som har hjemmel i dispensasjon fastsatt i forskrift.

Verdipapirhandellovutvalget legger til grunn at de nevnte begrensningene i vedtakskompetansen gjelder tiltak som vanligvis ikke er ledd i løpende forretningsdrift og som normalt vil være vesentlig for selskapets stilling og økonomi. Grensetrekkingen mellom slike tiltak og disposisjoner som er et ledd i en løpende forretningsdrift, kan imidlertid etter omstendighetene være vanskelig. Etter utvalgets syn vil det nok allikevel fremstå forholdsvis klart når et tiltak i praksis er et motstandstiltak fra selskapets styre/ledelse.

Slike tiltak fra ledelsens side vil kunne være begrunnet i ledelsens egeninteresse og i realiteten medføre at selskapets ressurser benyttes til å ivareta disse interessene fremfor aksjonærenes interesser. Utvalget slutter seg derfor til at det bør innføres begrensninger i vedtaksmyndigheten som foreslått av LBO-utvalget.

De vedtak som ikke skal kunne treffes etter LBO-utvalgets forslag, er vedtak som normalt treffes av generalforsamlingen. Generalforsamlingen vil kunne treffe slike vedtak uavhengig av et foreliggende oppkjøpstilbud, og styret vil forsåvidt stå fritt til å innkalle til generalforsamling med forslag om å vedta slike forsvarstiltak. For å sikre at ikke styret og ledelsen blander sine egne og aksjonærenes interesser, bør imidlertid adgangen til å benytte fullmakter disse tidligere har fått fra generalforsamlingen, begrenses. Hensynet til sammenblanding av interesser vil måtte tillegges ulik vekt avhengig av utformingen av den fullmakt generalforsamlingen har gitt. Verdipapirhandellovutvalget anser det ikke nødvendig å inkludere i forbudet ethvert aksjonærgodkjent tiltak som kun krever styre- eller ledelsesvedtak for iverksettelse. Fullmakt fra generalforsamlingen må kunne aksepteres dersom denne godkjennelsen fra aksjonærene uttrykkelig dekker tilfeller der selskapets aksjer tilbys kjøpt opp. Formålet for fullmakten må med andre ord bl.a. være å gi styret mulighet til å sette i kraft visse forsvarstiltak i forbindelse med et oppkjøpstilbud.

Utvalget foreslår at de vedtak som foreslått av LBO-utvalget ikke skal kunne gjennomføres med mindre styrets fullmakt uttrykkelig er angitt å skulle benyttes i situasjoner der det foreligger et oppkjøps-tilbud. De aktuelle tiltak er utstedelse av aksjer eller andre finansielle instrumenter, fusjon av selskapet eller et datterselskap og salg eller kjøp av vesentlige virksomhetsområder, eller andre disposisjoner av vesentlig betydning for arten eller omfanget av virksomheten. Når det gjelder LBO-utvalgets forslag til forbud om vedtak om oppløsning av selskapet, viser Verdipapirhandellovutvalget til at slikt vedtak ikke kan treffes av andre enn generalforsamlingen. Det anses derfor ikke nødvendig med noe forbud i forhold til selskapets styre på dette punktet.

Når det gjelder forbudet mot utstedelse av aksjer eller andre finansielle instrumenter, viser utvalget for øvrig til at dette er en utvidelse av den vedtaksbegrensning som i dag følger av børsloven § 4-9 første ledd. Etter denne bestemmelsen kan styret i et børsnotert aksjeselskap som befinner seg i en overtakelsessituasjon, ikke foreta en rettet emisjon til en eller flere bestemt angitte personer eller foretak på grunnlag av en fullmakt fra generalforsamlingen etter reglene i aksjeloven § 4-8, med mindre fullmakten går ut på dette.

9.3.17 Frivillige tilbud

Frivillige tilbud er i dag ikke underlagt noen generell regulering i vphl.. Børsnoterte selskap som fremmer overtakelsestilbud skal imidlertid følge reglene i børsforskriften kap. 7. Børsnoterte selskaper som blir søkt overtatt skal bidra til å fremme samme fremgangsmåte som følger av børsforskriften. Tilsvarende gjelder for børsmedlem som bidrar ved overtakelsestilbud. Med overtakelsestilbud menes etter børsforskriften «fremsettelse av tilbud om å kjøpe aksjer i et selskap i den hensikt å oppnå vesentlig innflytelse i dette, eller hvis tilbud om kjøp blir akseptert, som vil gi tilbyderen slik innflytelse». Reglene gjelder ikke tilbud som rettes særskilt til enkelte aksjonærer, med mindre tilbudene fremsettes under ett eller i sammenheng og har samme innhold, se nærmere i børsforskriften kap. 7. Utvalget er ikke kjent med at disse kravene har voldt problemer i praksis.

LBO-utvalget foreslo regler om frivillige tilbud som omfattet den som uten å ha tilbudsplikt vil fremsette tilbud om å kjøpe eller på annen måte overta alle aksjer eller alle aksjer med stemmerett i et børsnotert selskap. Tilsvarende skulle etter forslaget gjelde den som vil fremsette tilbud om å overta så mange aksjer i selskapet at tilbudsplikt vil inntre hvis tilbudet aksepteres av de som kan benytte det. Etter forslaget skulle slike frivillige tilbud utformes, fremsettes, gjennomføres og for øvrig i all hovedsak være undergitt samme regler som tilbud i henhold til tilbudsplikt. Et unntak skulle være at reglene om tilbudspris bare skulle gjelde tilsvarende når tilbyderen på det tidspunkt det gis melding til børsen, eier eller har rett til å bli eier av aksjer som tilsammen representerer mer enn 15 pst. av stemmene i selskapet, eller tilbyderen i tilbudsperioden betaler eller avtaler høyere vederlag enn tilbudsprisen. LBO-utvalget viste til at kravet til minstepris basert på kjøp foretatt de siste 6 måneder før tilbudet, således gjelder bare for en tilbyder som, hensett til at selskapet er børsnotert, allerede kontrollerer en ganske stor andel av stemmene. Vanligvis må man ifølge LBO-utvalget kunne gå ut fra at kjøp forut for tilbudet foretatt av en slik aksjonær, inngår i en strategi som senere kommer til uttrykk i oppkjøpstilbudet. Minstekravet til tilbudsprisen fører da til at de aksjonærer som får anledning til å selge etter at tilbudet er offentliggjort, blir behandlet likt med dem som tilbyderen tidligere kjøpte av.

Verdipapirlovutvalget legger til grunn at et tilbud til aksjonærer i et børsnotert selskap kan være av en slik art at det i noen grad bør reguleres. Dersom det frivillige tilbudet ikke kan medføre at grensen for tilbudsplikt overskrides, kan det imidlertid spørres om aksjonærene har noe særskilt behov for vern utover det som følger av de alminnelige kjøps- og avtalerettslige regler samt kravene til god forretningsskikk som gjelder for enhver henvendelse om kjøp eller salg av verdipapirer. Utvalget legger i samsvar med LBO-utvalgets vurdering til grunn at det ved tilbud som har preg av å være en markedsmessig henvendelse mer enn en henvendelse overfor enkeltpersoner, bør stilles visse krav til henvendelsen. En slik markedsmessig henvendelse vil normalt være rettet under ett til alle eller større deler av aksjonærene i et selskap. Både antall aksjonærer henvendelsen rettes til og henvendelsens utforming, bør imidlertid ha betydning for vurderingen av henvendelsens karakter. Det bør ikke være avgjørende om en henvendelse rettes til markedet ved offentlig kunngjøring. Også tilbud som fremsettes særskilt overfor enkelte aksjonærer bør ses som markedsmessige henvendelser, dersom tilbudet fremsettes under ett eller i sammenheng og har samme innhold.

Etter utvalgets syn er det de generelle markedsmessige tilbud som bør reguleres. Utvalget legger til grunn at slike markedsmessige henvendelser i første rekke er aktuelle der tilbyder ønsker å kjøpe alle eller store deler av aksjene i et selskap. Dersom det kun er en mindre post som søkes ervervet, må det antas at ervervet mest praktisk foretas ved direkte kontakt med megler eller enkelte aksjonærer. På den

annen side vil markedsmessige henvendelser kunne foretas i form av annonsering, der det ikke nødvendigvis tilbys kjøp av større aksjeposter, men der de aksjonærer som aksepterer tilbudet først, får solgt sine aksjer. Utvalget antar imidlertid at dette ikke er særlig praktisk på bakgrunn av de omkostninger som er forbundet med kjøp av mindre aksjeposter gjennom megler og de transaksjonskostnader som vil måtte betales til Verdipapirsentralen. Uavhengig av mulighetene for at det kan fremsettes mer begrensede tilbud som kan ha en markedsmessig karakter, er det utvalgets syn at en regulering av frivillige tilbud bør omfatte markedsmessige tilbud om kjøp av så mange aksjer i selskapet at tilbudsplikt vil inntre hvis tilbudet aksepteres at de som kan benytte det. Utvalgets standpunkt medfører bl.a. at oppkjøp av større aksjeposter gjennom direkte kontakt med megler eller enkelte aksjonærer, ikke vil omfattes av de regler som foreslås nedenfor.

Det foreslås etter dette at reglene om frivillige tilbud skal omfatte tilbud om kjøp av så mange aksjer i et børsnotert selskap at tilbudsplikt vil inntre hvis tilbudet aksepteres av de som kan benytte det. Reglene foreslås ikke å omfatte tilbud som rettes særskilt til enkelte aksjonærer, med mindre tilbudene framsettes under ett eller i sammenheng og har samme innhold.

Etter Verdipapirlovutvalgets syn bør frivillige tilbud i minst mulig grad omfattes av regler om vilkår for tilbudet. Det bør være opp til tilbyder å fastsette både pris, eventuelle betingelser og tilbudsperiode. Utvalget har ved sin vurdering lagt vekt på at regelverket ikke bør hindre frivillige tilbud på de vilkår tilbyder finner hensiktsmessig, så lenge tilbyder må følge de alminnelige reglene om tilbudsplikt dersom vedkommende erverver aksjer som medfører at tilbudspliktgrensen overskrides. Det vises dessuten til at alminnelige kjøps- og avtalerettslige regler samt krav til god forretningsskikk, vil komme til anvendelse på tilbudet. Etter utvalgets syn vil kravet til god forretningsskikk medføre visse forpliktelser mht. likebehandling av aksjonærene, med mindre annet er uttrykkelig opplyst i tilbudet. Et slikt likebehandlingsprinsipp bør gjelde de generelle vilkårene for tilbudet, slik som pris og tilbudsperiode. Likebehandlingsprinsippet bør dessuten gjelde ved eventuelle forbehold om bare å erverve en viss prosent av aksjene, slik at avkorting vil kunne foretas. Slik avkorting må i tilfelle skje forholdsmessig, med mindre annet fremgår klart av tilbudet.

Uavhengig av hvilke vilkår tilbyder setter for tilbudet, legger utvalget til grunn at det bør gis regler om hvilken informasjon som skal gis aksjonærene i forbindelse med frivillige overtakelsestilbud som har karakter av en generell henvendelse til markedet. Kravene til informasjon bør etter utvalgets syn derfor være de samme som ved pliktige tilbud.

Tilsvarende gjelder bestemmelsen om at tilbudsdokumentet godkjennes av børsen. Utvalget legger til grunn at også bestemmelsen om at selskapets styre skal avgi en uttalelse om tilbudet, bør gjelde ved frivillige tilbud. Dette er i samsvar med de anbefalinger som idag fremgår av børsforskriften § 7-3.

Utvalget anser det hensiktsmessig at generelle regler om informasjon, kontroll med tilbudsdokument og uttalelse fra selskapets styre ved frivillige tilbud, tas inn i vphl. Det legges til grunn at departementet vil vurdere hvilke tilpasninger som anses nødvendig i børsforskriften.

Ettersom frivillige tilbud ikke foreslås å følge samme regler som pliktige tilbud, vil utvalget presisere at gjennomføringen av et frivillig tilbud ikke fritar for påfølgende tilbudsplikt basert på det erverv tilbudet medfører. Dette bør etter utvalgets syn gjelde uavhengig av om tilbyder blir eier av over 90 pst. av stemmene i selskapet og kan kreve innløsning etter aksjeloven § 14-9. Utvalget har ved sin vurdering lagt avgjørende vekt på at tvangsinnløsning, i mangel av minnelig overenskomst, skjer ved skjønn. Skjønnsretten står fritt til å bestemme prisen som skal fastsettes ut

fra verdiene på det senere innløsningstidspunktet. Aksjonærene har ingen garanti for at de gjennom skjønnsrettens avgjørelse får andel i den kontrollpremie tilbyder tidligere har betalt, slik som forutsatt ved fastsettelse av prisen for frivillige tilbud. For minioritetsaksjonærene vil vanligvis ikke skjønnssaken i seg selv påføre saksomkostninger, idet skjønnet normalt skjer på morselskapets kostnad. En skjønnssak kan imidlertid ta svært lang tid, og gir normalt oppgjør på et vesentlig senere tidspunkt enn ved pliktige tilbud. I tillegg kommer at en tvangsinnløsning gir et fremtidig pengekrav mot morselskapet, uten at det gis sikkerhet for kravet slik som ved pliktige tilbud.

Utvalget foreslår forøvrig et unntak fra regelen om at frivillige tilbud vil kunne medføre senere tilbudsplikt, for de tilfeller der det frivillige tilbudet fullt ut er gjennomført etter reglene om pliktig tilbud. Slik er også vphl. § 5A praktisert i dag. En forutsetning foreslås å være at det opplyses i prospektet at dette er gjennomført fullt ut etter reglene om pliktige tilbud og at aksjonærene derfor ikke kan forvente at det fremsettes et pliktig tilbud på et senere tidspunkt.

9.3.18 Opplysningsplikt og sanksjoner

Verdipapirhandellovutvalget foreslår en videreføring av gjeldende regler om opplysningsplikt overfor børsen, samt sanksjoner ved forsømmelse av tilbudsplikten, med enkelte presiseringer.

Som nevnt foran foreslås det presisert at avhendelse av aksjer vil være et alternativ til å fremme tilbud. Slikt nedsalg bør ikke fremstå bare som en sanksjon, som etter gjeldene regler. Salg skal, som etter gjeldende regler, foretas i så stor utstrekning at tilbudsplikten bortfaller. Det foreslås en videreføring av bestemmelsen om at salg skal foretas innen fire uker fra det tidspunkt tilbudsplikten inntrådte.

Aksjeeiere som forsømmer sin tilbudsplikt, foreslås i samsvar med gjeldende regler, å ikke kunne utøve andre rettigheter i selskapet enn retten til å heve utbytte for aksjene og til å utøve fortrinnsrett ved kapitalforhøyelse. Også andre rettigheter kan imidlertid utøves dersom et flertall av de øvrige aksjonærer samtykker i det. Forsømmelse av tilbudsplikten vil foreligge på det tidspunkt fristen for å selge seg ned er overskredet, dersom det er gitt melding om at slikt salg skal foretas. I perioden frem til salg er foretatt, foreslår utvalget som nevnt foran, begrensninger i adgangen til å utøve aksjonærrettigheter knyttet til de aksjer som overskrider tilbudspliktgrensen.

Dersom det fremmes et tilbud, men tilbudet ikke anses i samsvar med de krav som foreslås når det gjelder tilbudsdokumentet m.v., legger utvalget til grunn at det ikke skal anses å foreligge en slik forsømmelse av tilbudsplikten at aksjonærrettighetene bør begrenses. Utvalget antar at mangler ved tilbudsdokumentet m.v., normalt vil bli rettet opp i samsvar med børsens vurdering. Dersom dette ikke skjer, antar utvalget at tvangsmulkt vil være en mer egnet sanksjon enn tap av aksjonærrettigheter, jf. det som er sagt om løpende mulkt nedenfor. Utvalget foreslår at det fremgår klart av loven at begrensningen i adgangen til å utøve aksjonær-rettighetene, kun gjelder der fristen for å selge seg ned er overskredet. Det legges for øvrig til grunn at begrensningene gjelder den tilbudspliktiges samlede aksjeinnehav og ikke bare den del av aksjene som overstiger grenser for tilbudsplikt.

Dersom fristen for avhendelse overskrides kan Oslo Børs etter gjeldende regler la aksjene selge ved offentlig auksjon slik at tilbudsplikten bortfaller. Bestemmelsen bør etter utvalgets syn endres i samsvar med tvangsfullbyrdelsesloven av 26. juni 1992. Det følger av lovens kapittel 10 at tvangsdekning i verdipapirer skjer ved salg gjennom medhjelper. Som medhjelper oppnevnes et fondsmeglerforetak. Megleren inngår bindende salgsavtale i eget navn og gjennomfører salget etter de

regler som gjelder og på den måte som er vanlig ved frivillig omsetning. Utvalget foreslår etter dette at børsen kan selge aksjene etter reglene om tvangssalg så langt de passer. Det foreslås presisert at bestemmelsen i tvangsfullbyrdelsesloven § 10-6, jf. § 8-16 om minste bud som kan godtas, ikke kommer til anvendelse. Ettersom det etter utvalgets forslag ikke skal avholdes noen offentlig auksjon, legges det til grunn at bestemmelsen om kunngjøring i Norsk Lysningsblad kan oppheves. Det anses tilstrekkelig at den tilbudspliktige varsles om at tvangssalg vil bli gjennomført. Utvalget foreslår skjønnsmessig at tvangssalg ikke kan gjennomføres før to uker etter at varsel er sendt. Den tilbudspliktige anses da å ha tilstrekkelig tid til selv å selge aksjene, eventuelt å påklage børsens vedtak til børsklagenemden.

Utvalget foreslår en videreføring av gjeldende regler om ileggelse av daglig mulkt. Etter vphl. § 5C fjerde ledd kan daglig mulkt ilegges inntil avhendelsesplikten er oppfylt. Etter utvalgets syn bør adgangen til å ilegge slik mulkt ikke begrenses til tilfeller der tilbud ikke fremsettes og aksjene derfor må selges. Også ved forsømmelse av de regler som gjelder gjennomføringen av et tilbud, vil det være behov for sanksjonsmuligheter. Dette gjelder bl.a. ved manglende melding til børsen, ved mangelfulle opplysninger i tilbudsdokumentet og ved mangler knyttet til f.eks. tilbudsprisen og oppgjøret. Utvalget antar at mangler som nevnt, normalt vil bli rettet opp etter en dialog med børsen. Det kan imidlertid ikke ses bort fra at tilbudsplikten kan treneres gjennom at tilbyder ikke retter seg etter de instruksjoner børsen gir. Utvalget foreslår derfor at daglig mulkt skal kunne ilegges der tilbyder forsømmer sine plikter etter reglene om tilbudsplikt. Slik daglig mulkt vil også kunne ilegges ved forsømmelse av de plikter som gjelder for frivillige tilbud.

Det foreslås som nevnt en videreføring av bestemmelsen om at børsen kan kreve opplysninger fra verdipapirforetak, selskap og personer, som kan ha betydning for spørsmål om tilbudsplikt. Også adgangen til å ilegge daglig løpende mulkt til opplysningsplikten er oppfylt, foreslås videreført.

Overtredelsen av vphls regler om tilbudsplikt er i dag ikke straffesanksjonert. Etter utvalgets syn er det ikke grunn til å gjøre endringer i gjeldende regler på dette punkt. Hensynet bak tilbudsplikten og en effektiv håndhevelse av plikten, anses tilstrekkelig ivaretatt ved de ovenfornevnte sanksjoner som er tillagt børsen.

9.3.19 Innløsning av minoritetsaksjonærer

I tilfeller der tilbud er gjennomført og tilbyder har oppnådd mer enn 90 pst. av aksjene, har børsen i praksis gjort det til et vilkår for å stryke selskapet fra børsnotering, at minioritetsaksjonærene får riktig oppgjør iht. innløsningsreglene i aksjeloven. Det er lagt vekt på at minioritetsaksjonærene i et børsnotert selskap skal ha reell mulighet til å avhende sine aksjer før selskapet tas av børs.

Utvalget foreslår i samsvar med LBO-utvalgets utkast et supplement til aksjelovens § 14-9 om minioritetsaksjonærenes rett til å kreve innløsning av sine aksjer. Aksjelovens regler er begrenset til tilfeller hvor ett aksjeselskap alene eier mer enn ni tiendedeler av aksjene i datterselskapet og har en tilsvarende andel av de stemmene som kan avgis på generalforsamlingen i datterselskapet. Den samme innløsningsrett bør etter utvalgets syn gjelde når andre enn aksjeselskap har slik majoritetskontroll. Utvalget kan ikke se at det er grunn til å behandle minioritetsaksjonærene forskjellig avhengig av om majoritetsaksjonær er aksjeselskap, annet foretak eller privatperson. Det foreslås at innløsningsretten skal gjelde der en eller flere aksjonærer som er å anse som en gruppe etter konsolideringsreglene, tilsammen har den nevnte majoritetskontroll. En slik bestemmelse anses nødvendig for å hindre omgåelser av regelen ved at aksjeposter f.eks. fordeles på flere selskaper innen samme konsern. Hensynene til minioritetsaksjonærene gjør seg etter utvalgets syn

gjeldende i like sterk grad, uavhengig av om majoritetsaksjonær er ett selskap eller en person, eller om majoritetsaksjonærene utgjør en konsolidert gruppe.

Utvalget antar at det ikke alltid vil være naturlig å legge plikten på den konsoliderte gruppen som sådan, med solidaransvar for medlemmene som resultat. Det antas at innløsningsplikten ikke bør påligge medlemmer av gruppen som kun har en beskjeden aksjepost. Utvalget foreslår derfor at hovedregelen skal være at innløsningskravet påhviler de aktuelle aksjonærene i fellesskap. Børsstyret foreslås imidlertid å kunne bestemme at innløsningsplikten bare skal påhvile en eller noen av disse aksjonærene.

Innløsningsbestemmelsen foreslås gjort gjeldende i selskaper med børsnoterte aksjer. Forsåvidt gjelder konserntilfeller vil bestemmelsen omfatte også tilfeller som etter gjeldende regler faller inn under aksjeloven § 14-9.

Utvalget legger til grunn at de hensyn vphl skal ivareta, er tilstrekkelig ivaretatt ved den foreslåtte bestemmelse. Det forutsettes at aksjelovutvalget vil vurdere om selskapsrettslige hensyn tilsier en videreføring eller eventuelle endringer i aksjelovens regler om innløsning av minoritetsaksjonærer. På bakgrunn av en slik vurdering, kan det for øvrig være naturlig å vurdere en overføring av vphl.'s bestemmelse om innløsningsplikt til aksjeloven. Utvalget antar i denne forbindelse at det kan være hensiktsmessig å vurdere om det bør foretas en symmetrisk behandling av minoritets- og majoritetsaksjonærene. Også majoritetsaksjonærer vil kunne ha behov for å kreve innløsning av de resterende aksjonærene. Utvalget er imidlertid oppmerksom på at en slik innløsningsrett vil kunne skape problemer i forbindelse med bl.a. konsolidering.

Fastsettelse av innløsningssummen etter den innløsningsbestemmelse Verdipapirhandellovutvalget foreslår, foreslås avgjort på samme måte som ved innløsning etter aksjeloven § 14-9, dvs. i mangel av minnelig overenskomst, ved skjønn. Etter aksjelovens regler skal skjønnet foretas på morselskapets kostnad. Tilsvarende bør gjelde i forhold til andre majoritetsaksjonærer.

KAPITTEL 10

Prospektkrav ved offentlige tilbud om kjøp eller tegning av finansielle instrumenter

10.1 GJELDENDE RETT

10.1.1 Innledning

Regler om kontroll med emisjoner som rettes mot almenheten/offentligheten skal sikre at investorene gis relevante og fullstendige opplysninger om verdipapirene og utstederen, slik at de settes i stand til å foreta en mest mulig realistisk vurdering av den aktuelle investeringen. Reguleringen av offentlige tegningsinnbydelser anses dessuten som et effektivt middel til å styrke tilliten til at verdipapirmarkedene fungerer og utvikler seg på en tilfredsstillende måte.

Regler om emisjoner og emisjonskontroll følger av vphl. kap. 2 samt følgende forskrifter:

–børsforskriften 17. januar 1994 nr. 30
–forskrift 17. januar 1994 nr. 31 om krav til utforming, kontroll og offentliggjøring av emisjonsprospekter når emisjonen gjelder verdipapirer som ikke er børsnotert
–forskrift 17. januar 1994 nr. 32 om krav til utforming, registrering og offentliggjøring av emisjonsprospekter når emisjonen gjelder et beløp større enn 300.000 kroner og til og med 5 millioner kroner og verdipapirene ikke er børsnotert eller søkes børsnotert
–forskrift 17. januar 1994 nr. 33 om plikt til å utarbeide og om innholdet i tegningsinnbydelser for visse verdipapirer

Også aksjeloven kapittel 2 og 4 har regler om hvordan tegningen skal foregå og hvilken dokumentasjon som skal være tilgjengelig for tegnerne. Videre er det gitt særlige regler for tilfeller der aksjene skal tegnes av andre enn aksjeeier/stifter eller noen som etter avtale er forbeholdt aksjene. For slike tilfeller er det gitt bestemmelser om sperrefrist for tegninger, krav til tegningsinnbydelse og offentlig kunngjøring. Ved forskrifter av 19. oktober 1990 om grunnfondsbevis i sparebanker og grunnfondsbevis i kredittforeninger, er reglene gitt tilsvarende anvendelse for grunnfondsbevis.

I Ot.prp. nr. 36 (1993-94) om lov om aksjeselskaper, var det foreslått endringer i aksjelovens bestemmelser om tegning av aksjer. Reglene om suksessivstiftelse ble foreslått tatt ut. Dette ville medført at andre enn stifterne ikke kan tegne aksjer i stiftelsesomgangen, og at det derfor bare ville være reglene om kapitalforhøyelser som reiser spørsmål i forhold til vphls tegningsregler. Når det gjelder kapitalforhøyelse ble virkeområdet for vphls tegningsregler foreslått utvidet til også å gjelde tegningsinnbydelser som er rettet til andre enn aksjeeierne eller bestemt angitte personer. Utvidelsen tilsvarer virkeområdet for bestemmelsene i gjeldende aksjelov § 4-6 tredje ledd. Reglene i aksjeloven ble foreslått erstattet av en henvisning til vphl.

Ot.prp. nr. 36 ble fremmet for Stortinget 25. mars 1994. Proposisjonen ble sendt tilbake til Justisdepartementet med anmodning om at Stortinget får seg forelagt forslag til to separate lover, en for private aksjeselskaper og en for offentlige aksjeselskaper. Ved kgl.res. 2. juni 1995 ble det oppnevnt et utvalg som skal utrede et forslag i samsvar med Stortingets forutsetninger. Utvalget skal avgi sin innstilling

innen februar 1996. Verdipapirhandellovutvalget vil vise til de forslag som fremgår av Ot.prp. nr. 36 (1993-94) i den grad disse er av betydning for utvalgets forslag.

Det er også gitt regler om emisjoner av obligasjoner og sertifikater i emisjonsforskriften 27. februar 1989 nr. 135 gitt med hjemmel i penge- og kredittreguleringsloven. Finansdepartementet har i høringsbrev av 15. september 1995 foreslått at forskriften i det alt vesentlige oppheves. Forslaget innebærer en avvikling av emisjonskontrollen etter penge- og kredittloven. Denne kontrollen foreslås erstattet med en forskrift om innhenting av statistiske opplysninger og en forskrift vedrørende utleggelse av obligasjoner til underkurs. Utvalget anser at en redegjørelse for og vurdering av regelverket etter penge- og kredittloven faller utenfor utvalgets mandat. Utvalget vil imidlertid presisere at emisjonskontrollen etter denne forskriften ikke anses nødvendig av hensyn til behovet for en ordnet og effektiv verdipapirhandel.

Verdipapirhandellovens regelverk gjelder i hovedsak emisjoner som retter seg mot flere enn 50 personer. Emisjoner som retter seg mot flere enn 50 personer er videre noe forskjellig regulert avhengig av om de gjelder:

–emisjoner i børsnoterte verdipapirer som gjelder et beløp større enn 5 millioner kroner,
–emisjoner i børsnoterte aksjer, grunnfondsbevis og obligasjoner uavhengig av beløp,
–emisjoner i ikke-børsnoterte verdipapirer som gjelder et beløp større enn 5 millioner kroner,
–emisjoner i ikke-børsnoterte aksjer, grunnfondsbevis og obligasjoner som gjelder et beløp
større enn 5 millioner kroner,
–emisjoner i verdipapirer som gjelder et beløp større enn 300.000 kroner og til og med 5 millioner kroner når verdipapirene søkes børsnotert,
–emisjoner i aksjer, grunnfondsbevis og obligasjoner med løpetid på minst 12 måneder, som gjelder et beløp større enn 300.000 kroner og til og med 5 millioner kroner og verdipapirene ikke er børsnotert eller søkes børsnotert.

Hovedregelen i vphl. § 9 gjelder emisjoner i *verdipapirer*. Krav til utarbeidelse av prospekt i henhold til forskrifter, er imidlertid kun fastsatt for *aksjer, grunnfondsbevis og obligasjoner*. Utvalget gjør forøvrig oppmerksom på at formuleringene av hvilke obligasjoner/lån som omfattes av de ulike forskriftene varierer.

Utvalget finner det hensiktsmessig først å gi en redegjørelse for emisjonsreglenes generelle anvendelsesområde og vphls bestemmelser om omfanget av emisjonskontrollen. Deretter vil det gis en redegjørelse for kravene til tegningsinnbydelse og prospekt samt børsstyrets konkrete kontroll med tegningsmaterialet.

10.1.2 Anvendelsesområde/omfanget av emisjonskontrollen

Vphl. kap. 2 om emisjoner gjelder verdipapirer som legges ut i det norske verdipapirmarkedet, uavhengig av om det emitterende selskap er å regne som norsk eller utenlandsk. Reglene gjelder dessuten norske selskapers emisjoner i utlandet. I sirkulære til børsmedlemmer og foretak med børsnoterte verdipapirer datert 16. april 1993 legger Oslo Børs under henvisning til Ot.prp. nr. 72 (1990-91) s. 43, jf. s. 45 og 70, til grunn at dette gjelder selv om emisjonen utelukkende retter seg mot markedet i ett eller flere andre land, og det ikke er anledning til å tegne seg i emisjonen på tegningssteder i Norge.

Det følger av vphl. § 9 at børsstyret fører kontroll med enhver innbydelse til tegning eller tilsvarende erverv av verdipapirer når innbydelsen er rettet til flere enn 50 personer og emisjonen gjelder et beløp større enn 5 millioner kroner.

Børsstyret skal også føre kontroll med enhver innbydelse til tegning der verdipapirene søkes børsnotert i Norge når innbydelsen er rettet til flere enn 50 personer og emisjonen gjelder et beløp større enn 300.000 kroner.

Bestemmelsen gjelder emisjoner i verdipapirer slik disse er definert i lovens § 1. I tillegg til aksjer, grunnfondsbevis og obligasjoner omfattes i utgangspunktet også f.eks. andeler i verdipapirfond. Når det gjelder verdipapirfondandeler er det imidlertid lagt til grunn at de særlige regler som er gitt i og i medhold av lov 12. juni 1981 nr. 52 om verdipapirfond erstatter vphl. § 9.

Vphl. § 9 femte ledd gjelder tilsvarende for innbydelser om tegning av KS-andeler, jf. midlertidig forskrift 14. desember 1989 om anvendelsen av bestemmelser i lov 14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandelen på handel med eierandeler i kommandittselskaper mv. Etter forskriften er det stilt krav om utarbeidelse av prospekt som skal gi utførlige opplysninger om forhold som må tillegges vekt ved bedømmelsen av spørsmålet om å tegne eierandeler i selskapet. Materiale som benyttes ved markedsføringen av tegningsinnbydelsen, skal gjengi hovedpunktene i innbydelsen og prospektet. Forskriftens bestemmelser gjelder selv om tegningsinnbydelsen er rettet til en bestemt krets av personer dersom markedsføringstiltak er satt i verk overfor en større krets av personer enn det antall eierandeler som innbydelsen omhandler. Lovens regler om kontroll av tegningsmateriale er ikke gitt direkte anvendelse.

Begrensningen til emisjoner som er rettet til flere enn 50 personer er knyttet til antall mulige tegnere. Hvorvidt bestemmelsen kommer til anvendelse avhenger av hvor mange personer som tilbys å tegne seg i emisjonen og ikke hvor mange som faktisk tegner eller kan tegne verdipapirer. Når flere tegner verdipapirer i fellesskap skal hver enkelt anses som èn tegner. Bakgrunnen for bestemmelsen er omgåelseshensyn, jf. Ot.prp. nr. 72 (1990-91) kap. 3.2.23.

Bestemmelsen om at børsstyret også skal føre kontroll med tilsvarende erverv av verdipapirer, skulle opprinnelig hindre bl.a. omgåelse av reglene ved at f.eks. større investorer tegner en større del av aksjene, for så å foreta et spredningssalg. Emisjonskontrollen skal således ikke bare omfatte tegning ved kapitalforhøyelse, men også visse former for annenhåndsomsetning, jf. Ot.prp. nr. 72 s. 69.

De senere årene har emisjoner i form av såkalte bookbuilding-prosesser blitt den vanlige tekniske måten å gjennomføre emisjoner på i det internasjonale markedet. Bookbuilding innebærer at emisjonen prises og kjøpes av profesjonelle tilretteleggere som f.eks. banker og fondsmeglerforetak, som igjen selger sine posisjoner videre i markedet i Norge eller utlandet. Vi har også sett slike emisjonsformer i det norske markedet. I tillegg til å forhindre omgåelser av regelverket, ivaretar gjeldende regler til en viss grad behovet for å kunne gjennomføre emisjoner som nevnt. Etter gjeldende regler vil bookbuildingprosessen måtte rettes til færre enn 50 personer, dersom det ikke skal kreves full forhåndskontroll av tegningsmaterialet, herunder prisen, noe som ikke er praktisk i forbindelse med en slik prosess. Når de som tegner seg i denne prosessen, videreselger verdipapirene, må imidlertid tegningsmaterialet være godkjent etter de alminnelige reglene.

Børsen har for øvrig lagt til grunn i flere konkrete saker at tilbud til et selskaps ansatte om kjøp av aksjer fra en stiftelse opprettet til dette formålet, skal anses som et «tilsvarende erverv» som faller inn under kontrollen. I de aktuelle sakene har forholdet tildels vært at selskapet har opprettet og skutt inn grunnfondet i en stiftelse, som etter en nærmere fastlagt ordning tilbyr de ansatte i selskapet å kjøpe aksjer i selskapet. Stiftelsen skaffer de aktuelle aksjene gjennom kjøp i markedet.

Kravet til kontroll med emisjoner som gjelder et beløp større enn 300.000 kroner der verdipapirene søkes børsnotert i Norge, kom inn i loven ved endringslov av 20. desember 1993 nr. 140 om endringer i lov 12. juni 1981 nr. 52 om aksjefond mv. og visse andre lover. Bestemmelsen er forøvrig presisert i endringslov 24. juni 1994 nr. 28 om endringer i lov 10. juni 1988 nr. 39 om forsikringsvirksomhet mv. (endringer i forbindelse med Tilleggsavtalen til EØS-avtalen mv.). Endringen ble ansett nødvendig som følge av EØS-avtalen, jf. Rdir. 89/298 om samordning av kravene til utforming, kontroll og spredning av det prospekt som skal offentliggjøres når verdipapirer legges ut til offentlig tegning. I Ot.prp. nr. 15 (1993-94) s. 35 er det vist til at endringen vil ha liten praktisk betydning for verdipapirer som søkes notert på Oslo Børs, idet det som hovedregel stilles krav til et høyere beløp enn 40.000 ECU (300.000 kroner) som vilkår for børsnotering av nye (typer/klasser) verdipapirer. Hovedregelen for aksjer er etter børsforskriften § 2-1 at kursverdien må antas å være minst 10 millioner kroner. Hovedregelen for obligasjoner er etter forskriften § 8-1 at størrelsen av lånet må være minimum 25 millioner kroner.

Tilsvarende kontroll som nevnt kan foretas selv om innbydelsen er rettet til færre enn 50 personer, dersom det skal utarbeides tegningsinnbydelse i henhold til lov eller bestemmelser gitt i medhold av lov, jf. § 9 første ledd siste punktum. Bestemmelsene tar særlig sikte på tilfeller der departementet stiller krav til tegningsinnbydelse med hjemmel i § 9 femte ledd bokstav a. De regler som er gitt om tegningsinnbydelse omfatter kun emisjoner som faller inn under børsstyrets kontroll etter vphl. § 9 første ledd. Plikt til å utarbeide tegningsinnbydelse ved enkelte kapitalforhøyelser følger imidlertid av aksjeloven § 4-6 tredje ledd. Etter bestemmelsen skal tegningsinnbydelse alltid utarbeides dersom «det er bestemt eller må regnes med at aksjer vil bli tegnet av personer som ikke fra før er aksjeeiere og som heller ikke etter avtale er forbeholdt aksjene». Dette kan være tilfellet selv om innbydelsen rettes mot færre enn 50 personer.

I forskrift 17. januar 1994 nr. 32, jf. § 9 sjette ledd bokstav b, er det fastsatt at det ved visse andre emisjoner enn de som skal kontrolleres i medhold av vphl. § 9 skal foretas en registrering av emisjonsprospekt før offentliggjøring. Dette gjelder emisjoner i aksjer, grunnfondsbevis og obligasjoner med løpetid på minst 12 måneder, når emisjonen er rettet til flere enn 50 personer og gjelder et beløp større enn 300.000 kroner og til og med 5 millioner kroner. I slike tilfeller er kontrollen begrenset til å påse at prospektet omtaler de forhold som kreves etter forskriften. Bestemmelsen bygger på Rdir. 89/298 art. 14.

Børsstyret kan i særlige tilfeller, herunder når tegneren på annen måte har fått tilstrekkelig informasjon, dispensere fra bestemmelsene i vphl. § 9 og bestemmelser gitt i medhold av denne, jf. § 9 sjette ledd. Unntak er ifølge bestemmelsens forarbeider særlig aktuelt ved emisjoner rettet mot utlandet, jf. Ot.prp. nr. 72 (1990-91) s. 43. Dette er også lagt til grunn i børsens praksis. Det er gitt dispensasjon både i forhold til tegningsinnbydelse og prospekt. Etter inngåelsen av EØS-avtalen må dispensajonsadgangen forøvrig praktiseres i samsvar med de direktiver som er omtalt under *"Prospektkrav"* i punkt 10.2.1.2 nedenfor. Dispensasjon vil ikke kunne gis med mindre det er adgang til å gjøre unntak fra de prospektkrav som følger av direktivene.

10.1.3 Plikt til å utarbeide tegningsinnbydelse samt utforming og offentliggjøring

Det følger av aksjeloven § 4-6 at det skal utarbeides tegningsinnbydelse der det i forbindelse med en beslutning om kapitalforhøyelse ved nytegning av aksjer, er

bestemt eller må regnes med at aksjer vil bli tegnet av personer som ikke fra før er aksjeeiere og heller ikke etter avtale er forbeholdt aksjene.

Med hjemmel i vphl. § 9 har Finansdepartementet gitt forskrift av 17. januar 1994 (nr. 33) om plikt til å utarbeide og om innholdet i tegningsinnbydelser for visse verdipapirer. Det skal utarbeides tegningsinnbydelse i henhold til forskriften ved enhver innbydelse til tegning eller tilsvarende erverv av
–aksjer i forbindelse med aksjeselskapsstiftelse og ved senere kapitalforhøyelser
–grunnfondsbevis
–obligasjoner med løpetid på minst 12 måneder

dersom børsstyret skal føre kontroll med innbydelsen i henhold til verdipapirhandelloven § 9.

I forskriften er det fastsatt nærmere regler om de opplysninger som skal fremgå av tegningsinnbydelsen.

10.1.4 Prospekter

I henhold til vphl. § 9 femte ledd bokstav b) kan Kongen gi forskrifter om plikt til å utforme prospekt ved emisjoner som omfattes av børsstyrets kontroll og emisjoner som gjelder et beløp større enn 300.000 kroner, herunder utformingen og innholdet av slike prospekter og lignende tegningsmateriale. Hjemmel for forskrifter finnes også i børsloven § 4-4 annet ledd der det er fastsatt at det kan gis nærmere regler i børsforskriftene om hvilke opplysninger selskapet plikter å gi i forbindelse med forhøyelse av aksjekapitalen i et børsnotert selskap, og i hvilken form disse opplysningene skal gis. Regler om prospekter fastsatt i medhold av de nevnte bestemmelsene, fremgår av tre forskrifter som omtales nedenfor. Reglene er tilpasset Rdir. 89/298 og 80/390, jf. *"Prospektkrav"* i punkt 10.2.1.2 nedenfor.

10.1.4.1 Børsforskriften

Regler om prospekter ved emisjon av børsnoterte verdipapirer er gitt i børsforskriften av 17. januar 1994 kap. 18, 20 og 21. Reglene er gitt med hjemmel i bl.a. vphl. § 9. Reglene gjelder kun *aksjer, grunnfondsbevis og lån.*

Det følger av børsforskriften § 18-1 at det skal utarbeides emisjonsprospekt ved enhver innbydelse til tegning eller tilsvarende erverv av *børsnoterte aksjer* som omfattes av børsstyrets kontroll etter vphl. § 9 første ledd. I tillegg skal det etter § 18-1 annet ledd utarbeides emisjonsprospekt også ved enhver annen kapitalforhøyelse ved utstedelse av børsnoterte aksjer med mindre:

1. Aksjene utstedes som vederlag for innskudd i annet enn penger, dersom det i samsvar med § 14-5 er offentliggjort et dokument som inneholder tilsvarende opplysninger som angitt i § 18-3 i løpet av de siste 12 måneder før kapitalforhøyelsen tas opp til notering. Alle vesentlige endringer som er funnet sted etter at dokumentet er utarbeidet skal offentliggjøres i samsvar med § 14-5.
2. Aksjene utstedes uten vederlag til selskapets aksjonærer.
3. Aksjene utstedes ved konvertering av konvertible obligasjoner eller i bytte med ombyttelige obligasjoner eller som følge av at kjøpsrett benyttes.
4. Aksjenes nominelle verdi er under 10 pst. av verdien av aksjene av samme aksjeklasse som allerede er notert.
5. Aksjene utstedes til selskapets ansatte.»

Prospekter ved emisjoner som nevnt i § 18-1 annet ledd omfattes ikke av emisjonskontrollen etter vphl. § 9. Slike emisjoner faller utenfor Rdir. 89/298, men omfattes av kravet iht. Rdir. 80/390 om prospekter ved opptak av verdipapirer til børsnotering (med tilhørende unntak).

De nærmere regler om hvilke opplysninger som skal inntas i aksjeprospekt fremgår av § 15-2 (generelle krav til opplysninger i aksjeprospekt) og § 18-3 (tilleggsopplysninger for emisjonsprospekt). Bestemmelsene er tilpasset Rdir. 89/298, jf. 80/390. De generelle opplysninger som skal tas inn i prospektet knytter seg til alminnelige opplysninger om selskapets kapital, selskapets virksomhet, selskapets aktiva og passiva, økonomisk stilling og resultater, selskapets aksjer, selskapets ledelse samt hvem som har utarbeidet prospektet og selskapets revisor. I tillegg skal det gis detaljerte opplysninger om kapitalforhøyelsen, aksjonærenes fortrinnsrett til tegning, tegningsretter, aksjetegninger, tildeling, innbetaling, de nye aksjenes rettigheter og fulltegningsgaranti.

De nevnte regler om utarbeidelse av aksjeprospekt gjelder tilsvarende for *grunnfondsbevis*, jf. forskriftens § 1-2.

Regler om plikt til å utarbeide prospekt ved utvidelse av børsnoterte *lån* fremgår av børsforskriften § 20-2. Låntaker som utvider et børsnotert lån skal utarbeide låneprospekt, dog slik at dette likevel ikke er nødvendig dersom låntager innenfor en periode på tre måneder forut for søknad om børsnotering har offentliggjort prospekt i samsvar med forskriftens kap. 21, jf. kap 20. Har låntaker tidligere utarbeidet prospekt i samsvar med de nevnte krav, kan låneopptak og børsnotering av lån skje ved at tidligere prospekt benyttes, dersom nødvendige tilleggsopplysninger gis. Børsstyret kan helt eller delvis frita fra plikten til å utarbeide prospekt når særlige grunner tilsier det. Kravet til prospekt gjelder forøvrig ikke lån som utstedes av en stat som er medlem av Det europeiske økonomiske samarbeidsområdet.

Regler om innholdet av låneprospekter fremgår av børsforskriften § 21-2. Det skal gis opplysninger om lånet og verdipapirenes opptak til børsnotering, låntaker og dennes kapital, låntakers virksomhet, låntakers aktiva og passiva, økonomiske stilling og resultater, administrasjon, ledelse samt hvem som har utarbeidet prospektet og låntakers revisor.

Som nevnt kan børsstyret i særlige tilfeller dispensere fra bestemmelsene i vphl. § 9 og bestemmelser gitt i medhold av denne, jf. § 9 sjette ledd. Dispensasjonsbestemmelser er også inntatt i børsforskriften der det er fastsatt at børsen for det enkelte tilfelle kan samtykke i at det gjøres unntak fra kravene til aksje- og låneprospekters innhold, jf. §§ 14-3 og 20-4. Slikt samtykke til unntak kan bl.a gis der «opplysningene har liten betydning og ikke kan innvirke på vurderingen av utsteders aktiva og passiva, økonomiske stilling, resultater og utsikter». Unntak kan også gis der «offentliggjøring av disse opplysninger vil være i strid med offentlighetens interesse eller føre til at utstederen blir alvorlig skadelidende, i siste tilfelle forutsatt at unnlatelse av offentliggjøring ikke kan virke villedende på offentligheten med hensyn til realiteter og omstendigheter som er av vesentlig betydning for vurderingen av de aktuelle aksjer». De nevnte dispensasjonsregler er i samsvar med det som følger av EU-direktivene. Oslo Børs har i liten grad gitt dispensasjon etter de nevnte regler forsåvidt gjelder emisjoner rettet mot det norske markedet. Børsen kan forøvrig, i medhold av de samme bestemmelsene, stille ytterligere krav til innholdet av prospektet hvis det finnes nødvendig for å ivareta formålet med prospektet, jf. § 14-1.

I børsforskriften §§ 14-6 og 20-7 er det gitt regler om tillegg til prospekt. Enhver ny vesentlig omstendighet og enhver vesentlig unøyaktighet som kan få betydning for vurderingen av aksjene/lånet og som fremkommer eller oppdages mellom tidspunktet for offentliggjøring av prospektet og det tidspunkt da aksjene/

lånet tas opp til notering, skal tas med i et tillegg til prospektet. Tillegget skal godkjennes av børsen og offentliggjøres.

I forskriften §§ 14-7 og 20-8 er det forøvrig gitt samordningsregler for bl.a. de tilfeller der et selskap samtidig eller med korte mellomrom legger ut emisjoner i flere EØS-stater.

I børsforskriften §§ 14-2 og 20-3 er det forutsatt at utstederselskapets styre er ansvarlig for at prospektet fyller kravene etter forskriften. Styret skal avgi en erklæring om at opplysningene i prospektet så langt de kjenner til er i samsvar med de faktiske forhold og at det ikke forekommer utelatelser som er av en slik art at de kan endre prospektets betydningsinnhold. Prospektet skal underskrives av samtlige styremedlemmer.

10.1.4.2 Forskrift 17. januar 1994 nr. 31

Finansdepartementet har med hjemmel i vphl. § 9 femte ledd bokstav b fastsatt forskrift 17. januar 1994 nr. 31 om krav til utforming, kontroll og offentliggjøring av emisjonsprospekter når emisjonen gjelder verdipapirer som ikke er børsnotert.

I forskriften er det fastsatt plikt til å utarbeide prospekt ved enhver innbydelse til tegning eller tilsvarende erverv av ikke-børsnoterte *aksjer, grunnfondsbevis og obligasjoner* som omfattes av børsstyrets kontroll etter vphl. § 9, jf. forskriften §§ 2-1 og 3-1. Forskriften gjelder dermed emisjoner i ikke-børsnoterte aksjer, grunnfondsbevis og obligasjoner som er rettet til flere enn 50 personer, der

–emisjonen gjelder et beløp større enn 5 millioner kroner

–emisjonen gjelder et beløp større enn 300.000 kroner og til og med 5 millioner kroner dersom aksjene, grunnfondsbevisene eller obligasjonene søkes børsnotert i Norge

Kravet om prospekt gjelder ikke lån som utstedes av stat som er medlem av Det europeiske økonomiske samarbeidsområdet.

Prospektet skal inneholde de samme opplysninger som skal gis i henhold til børsforskriften, jf. forskriften §§ 2-2 og 3-2.

Børsstyret kan i særlige tilfelle, herunder når tegneren på annen måte har fått tilstrekkelig informasjon, dispensere fra bestemmelsene i forskriften, jf. § 4-1. Børsstyret kan også stille ytterligere krav til innholdet av prospektet hvis det finnes nødvendig for å ivareta prospektets formål. I forskriften § 4-5 er det dessuten gitt en tilsvarende bestemmelse som i børsforskriften vedrørende tillegg til prospekt.

I forskriftens § 4-6 er det gitt regler for styrets ansvar for prospektet. Bestemmelsene samsvarer med tilsvarende bestemmelse i børsforskriften.

10.1.4.3 Forskrift 17. januar 1994 nr. 32

Krav til utforming, registrering og offentliggjøring av emisjonsprospekter når emisjonen gjelder et beløp større enn 300.000 kroner og til og med 5 millioner kroner og verdipapirene ikke er børsnotert og heller ikke søkes børsnotert, fremgår av forskrift 17. januar 1994 nr. 32. Forskriften bygger på Rdir. 89/298 og inneholder i hovedsak kun de minimumsregler som følger av direktivet og som Norge er forpliktet til å fastsette i henhold til EØS-avtalen. Børsen foretar her ikke forhåndskontroll iht. vphl. § 9 første ledd, men skal påse at et prospekt er utarbeidet og at dette registreres på børsen iht. forskriften.

Forskriften gjelder iht. § 1 ved innbydelse til tegning eller tilsvarende erverv av

–aksjer (i forbindelse med aksjeselskapsstiftelse og ved senere kapitalforhøyelser), eller

–grunnfondsbevis, eller
–obligasjoner med løpetid på minst 12 måneder

som ikke er børsnotert og heller ikke gjenstand for søknad om børsnotering når innbydelsen er rettet til flere enn 50 personer og emisjonen gjelder et beløp større enn 300.000 kroner og til og med 5 millioner kroner.

Forskriften gjelder imidlertid ikke innbydelse til tegning som gjelder verdipapirer av følgende typer:

1. Verdipapirer utstedt av stat eller av statens lokale administrative enheter eller av internasjonale statlige organisasjoner der en eller flere EØS-stater er medlemmer.
2. Aksjer eller verdipapirer som sidestilles med aksjer, og som i sin helhet tilbys i bytte for aksjer i samme selskap, forutsatt at tegningsinnbydelsen ikke innebærer forhøyelse av selskapets registrerte kapital.
3. Verdipapirer som arbeidsgiver eller et tilknyttet foretak legger ut til tegning for sine nåværende eller forhenværende ansatte eller til disses fordel.
4. Innbydelse om tegning av verdipapirer til personer som ledd i deres yrkesvirksomhet
5. Euro-verdipapirer som det ikke reklameres for ved generelle reklamekampanjer eller ved direkte henvendelse.
   Med euro-verdipapirer menes her verdipapirer
   –som skal garanteres fulltegnet og distribueres av et syndikat der minst to av medlemmene har sitt forretningskontor i forskjellige stater, og
   –som legges ut til offentlig tegning i et stort omfang i èn eller flere EØS-stater, utover den stat der utsteder har sitt forretningskontor, og
   –som kan tegnes eller erverves for første gang bare gjennom en kredittinstitusjon eller en annen finansinstitusjon.

Regler om hvilke opplysninger som skal fremgå av prospektet følger av forskriften § 4. Opplysningene er i hovedsak knyttet til de samme forhold det skal gis opplysninger om etter børsforskriften. Det kreves imidlertid en lavere detaljeringsgrad.

Børsen kan for det enkelte tilfelle helt eller delvis frita fra plikten til å utarbeide prospekt, jf. §§ 5 og 6. Forskriften § 7 inneholder bestemmelser tilsvarende børsforskriften og forskrift 17. januar 1994 nr. 31 om tillegg til prospekt.

10.1.5 Kontroll og offentliggjøring av tegningsmateriale

10.1.5.1 Kontroll

Senest en uke før det innbys til tegning skal alt tegningsmateriale innsendes til børsstyret for kontroll, jf. vphl. § 9 annet ledd. Kravet til innsendelse senest en uke før det innbys til tegning, gir emittenten adgang til å korrigere tegningsmaterialet på bakgrunn av børsens eventuelle kommentarer før tegning finner sted. I praksis vil emittenten ha hatt kontakt med børsen i lengre tid før det innbys til tegning. Tegningsmaterialet vil bli justert gjennom en dialog mellom emittent og børsen. Børsen vil derfor normalt ikke ha behov for å kreve at tegningsmaterialet fullt ut skal være endelig og ferdigstilt en uke før det innbys til tegning.

Alt tegningsmateriale skal kontrolleres, herunder prospekter der slike skal utarbeides i henhold til de ovenfor nevnte forskrifter.

I tillegg til reglene i vphl. § 9 er det fastsatt i børsforskriften § 14-4 (om aksjer) og § 20-5 (om lån) at prospekter utarbeidet iht. forskriftens del V og VI, herunder emisjonsprospekter, skal kontrolleres av børsstyret. Annonser, kunngjøringer, oppslag og dokumenter som kunngjør innbydelsen til tegning og opplyser om aksjenes

eller lånenes karakteristika, og alle andre dokumenter som gjelder innbydelsen til tegning og er ment å offentliggjøres av selskapet eller på dets vegne, skal på forhånd oversendes børsen. Børsen skal avgjøre om dokumentene skal kontrolleres før de offentliggjøres. Tilsvarende bestemmelse er gitt i forskrift 17. januar 1994 nr. 31 § 4-2 for emisjoner der prospekt skal utarbeides i henhold til forskriften.

Børsens kontroll omfatter i første rekke om tegningsmaterialet inneholder villledende eller ufullstendige opplysninger og om prospektet fyller kravene etter de nevnte forskrifter. Det må legges til grunn at børsen kan anse tegningsmaterialet villedende eller ufullstendig, selv om de minstekrav som er fastsatt til informasjon i tegningsinnbydelse og prospekt er oppfylt. Børsstyret skal etter vphl. § 9 tredje ledd også nedlegge forbud mot gjennomføring av emisjoner dersom den finner at «det for øvrig ville være ulovlig å gjennomføre emisjonen». I dette må det ligge at det i noen grad skal føres kontroll med bl.a. overholdelsen av selskapsrettslige regler, som f.eks. reglene om generalforsamlingens vedtak om emisjon.

Ved emisjoner av unoterte verdipapirer (og som heller ikke søkes notert), som gjelder beløp større enn 300.000 kroner, men mindre enn 5 millioner kroner, er det fastsatt i forskrift 17. januar 1994 nr. 32 § 8 at et prospekt utarbeidet i henhold til forskriften skal innsendes til børsen for registrering før offentliggjøring. Før registrering skal børsen påse at prospektet omtaler de forhold forskriften regulerer. Det foretas ingen kontroll av om de selskapsrettslige regler er fulgt ved slike emisjoner.

10.1.5.2 Tegningsfrister og offentliggjøring

Dersom det er bestemt eller må regnes med at aksjer vil bli tegnet av personer som ikke fra før er aksjeeiere og som heller ikke etter avtale er forbeholdt aksjene, kan aksjetegning tidligst finne sted 14 dager etter at tegningsinnbydelse er kunngjort i Norsk Lysningsblad og i minst en annen avis som er alminnelig lest på stedet, jf. aksjeloven § 4-6 tredje ledd. Denne bestemmelsen var i Ot.prp. nr. 36 (1993-94) foreslått opphevet. Tegning av aksjer kan etter vphl. § 9 ikke skje før tidligst 4 virkedager etter at tegningsinnbydelsen er kunngjort i en avis som er alminnelig lest på stedet. For emisjoner som omfattes av børsens kontroll, er det lagt til grunn at 4-dagers fristen går foran aksjelovens 14-dagers frist. Tilsvarende bestemmelser om frister for tegning er ikke gitt ved emisjon av obligasjoner.

Innbys det til tegning i andre blad, ved oppslag eller sirkulære eller lignende, skal en slik innbydelse inneholde opplysning om at den er ufullstendig og at fullstendig tegningsmateriale kan fås hos emittenten eller det foretak emittenten nærmere angir. Tegningsinnbydelsen skal kunngjøres i Norsk Lysningsblad senest innen utløpet av den perioden tegning kan finne sted. I Ot.prp. nr. 72 (1990-91) s. 47 er det vist til at departementet ser det som et mål å gjøre tiden fra styrets beslutning om kapitalforhøyelse til tegningstidens utløp så kort som mulig, gitt de øvrige hensyn som må tillegges vekt. Sperrefristen for tegning av aksjer ble derfor knyttet til kunngjøring i avis som er alminnelig lest på stedet i stedet for Norsk Lysningsblad som tidligere. Krav til kunngjøring i Norsk Lysningsblad innen utløpet av tegningsperioden er fastsatt av notoritetshensyn. Departementet har i bestemmelsens forarbeider gitt uttrykk for at en ikke bør være avhengig av børsens eller en avis' arkiv når en har behov for informasjon om tidligere emisjoner.

Det følger av børsforskriften §§ 18-2 og 20-6 at prospektet skal være offentliggjort i samsvar med de regler som gjelder for dette, senest samtidig med første tegningsdag. Tilsvarende gjelder prospekter utarbeidet etter forskrift 17. januar 1994 nr. 31, jfr, forskriftens § 4-4 og prospekter utarbeidet etter forskrift av samme dato nr. 32, jf. forskriften § 9.

10.1.6 Børsens saksbehandling

I loven er kompetansen til å føre kontroll med emisjoner tillagt Børsstyret. Børsstyret har i stor grad delegert kompetansen til børsens administrasjon. Børsens administrasjon kan gi meddelelse om at børsen ikke har merknader til tegningsmaterialet, og kan også gi visse dispensasjoner i henhold til regelverket. Dersom det antas å være grunnlag for å gripe inn mot emisjonen, må saken imidlertid behandles av Børsstyret.

Finner Børsstyret at tegningsmaterialet inneholder villedende eller ufullstendige opplysninger eller det for øvrig ville være ulovlig å gjennomføre emisjonen, herunder på grunn av forhold som inntreffer etter at det ble innbudt til tegning, kan børsstyret nedlegge forbud mot at emisjonen gjennomføres, jf. vphl. § 9 tredje ledd. Børsstyret skal så snart som mulig meddele emittenten om resultatet av kontrollen. Foretaksregisteret skal straks underrettes om at emisjonen ikke kan registreres. Børsstyrets vedtak om forbud mot at emisjonen gjennomføres kan påklages til børsklagenemnden, jf. § 9 siste ledd.

Børsstyret kan meddele emittenten at det ikke har innvendinger mot det innsendte tegningsmateriale, jf. vphl. § 9 fjerde ledd. Meddelelsen innebærer ingen godkjennelse av emisjonen, og er ikke til hinder for at børsstyret senere nedlegger forbud mot at emisjonen gjennomføres. I Ot.prp. nr. 72 (1990-91) s. 54 gir departementet uttrykk for at det ikke er behov for hjemmel for uttrykkelig godkjenning av tegningsinnbydelser. Det er vist til at hensynet bak en emisjonskontroll er at børsen skal kontrollere tegningsmaterialets lovlighet og ikke utøve ytterligere kontroll.

Børsklagenemnden har lagt til grunn at det ikke foreligger noe enkeltvedtak der det besluttes å ikke nedlegge forbud mot en emisjon. En slik beslutning kan derfor ikke påklages.

Både i børsforskriften (§ 14-4) og i forskrift 17. januar 1994 nr. 31 (§ 4-2) er det fastsatt at børsstyret skal avslutte kontrollen snarest, og senest en uke etter at det endelige prospekt, tegningsinnbydelse og annet tegningsmateriale er mottatt. Tilsvarende bestemmelse om børsens registrering av prospekt er gitt i forskrift 17. januar 1994 nr. 32 § 8.

10.1.7 Ugyldig tegning

Det følger av vphl. § 10 at en tegning av verdipapirer ikke er bindende dersom tegningsmateriale som nevnt i § 9 inneholder villedende eller ufullstendige opplysninger om forhold som må tillegges vekt ved bedømmelsen av spørsmålet om å tegne verdipapirer. Hver av partene kan forelegge spørsmålet for børsstyret til avgjørelse. Bestemmelsen kommer til anvendelse ved tegning i enhver emisjon som er omfattet av emisjonskontrollen. Børsstyrets vedtak om at en tegning ikke er bindende kan påklages til Børsklagenemden av både tegner og emittent. Oslo Børs har ikke truffet vedtak om at tegning ikke er bindende etter vphl. slik den lyder i dag. Etter den tidligere bestemmelsen hadde børsen ikke vedtakskompetanse, men kun adgang til å uttale seg. Uttalelse om at tegning i en emisjon ikke kunne anses gyldig, er gitt i en konkret sak. I det aktuelle tilfelle ble emisjonen annulert.

Utvalget viser for øvrig til at situasjoner der børsen anser en emisjon «forøvrig ulovlig» etter vphl. § 9 tredje ledd, ikke er direkte regulert i vphl. § 10. Dette antas å bero på en ren inkurie, idet § 10 ikke ble endret i samsvar med den justering som i sin tid ble foretatt i § 9.

For aksjeemisjoner er det også gitt regler om ugyldig tegning i aksjeloven § 4-6 fjerde ledd, jf. § 2-5 tredje og fjerde ledd.Det følger av § 2-5 tredje ledd at dersom aksjetegning skjer på annen måte enn fastsatt i bestemmelsens første og annet ledd,

eller aksje tegnes med forbehold som ikke stemmer med stiftelsesdokumentet, er tegningen ikke bindende for tegneren.

Innsigelse om at en tegning ikke er bindende kan ikke fremsettes etter utløpet av den frist som er satt i aksjeloven § 2-5 siste ledd. Det følger av bestemmelsen at etter at selskapet er registrert kan en aksjeeier ikke gjøre gjeldende at han er ubundet av tegningen fordi vilkår i stiftelsesdokumentet ikke er oppfylt. For kapitalforhøyelser er registreringen av denne avgjørende, jf. aksjeloven § 4-6 siste ledd. Det er forøvrig uklart hvordan § 10 annet ledd skal forstås ved tegning av obligasjoner. Blir innsigelse fremsatt, skal innbyderne eller selskapet straks underrette børsstyret.

Det følger av foretaksregisterloven § 5-1 første ledd at registerføreren skal prøve om det som innkommer til registrering og grunnlaget for det er i samsvar med lov og er blitt til i samsvar med lov. Når grunnlaget for det som innkommer til registering er tegning av aksje, grunnfondsbevis eller andel i kommandittselskap, skal registerføreren prøve om tegningsinnbydelse var nødvendig og i tilfelle om tegningsmaterialet er innsendt til børsen for kontroll som nevnt i vphl. § 9. Er det nedlagt forbud som nevnt i vphl. § 9 tredje ledd mot å gjennomføre emisjoner, kan registrering ikke skje før forbudet eventuelt er omgjort, jf. foretaksregisterloven § 5-1 fjerde ledd. Mottar Foretaksregistret før registrering, melding som nevnt i aksjeloven § 2-5 tredje ledd annet punktum, jf. § 4-6 siste ledd, eller vphl. § 10 annet ledd fra en tegner som hevder å være ubundet, skal saken oversendes til børsstyret dersom innsigelsen kan prøves etter vphl. § 10. Børsstyrets og i tilfelle børsklagenemndens vedtak trer i stedet for registerførerens prøvelse.

10.1.8 Bruk av fortrinnsrett ved kapitalforhøyelse

Dersom et selskaps aksjonærer har fortrinnsrett til å tegne verdipapirer ved forhøyelse av aksjekapitalen eller opptak av lån på vilkår som gir långiveren rett til å kreve utstedt aksjer i selskapet, og det må antas at tegningsretten vil få betydelig verdi, kan børsstyret etter vphl. § 11, pålegge selskapets styre å treffe vedtak som nevnt i lov om aksjeselskaper § 4-2 første ledd siste punktum, eller å gjennomføre en tilsvarende ordning for de aksjonærer som ikke utnytter sin fortrinnsrett. Det følger av aksjeloven § 4-2 at selskapets aksjonærer har fortrinnsrett til de nye aksjer ved forhøyelse av aksjekapitalen. Blir fortrinnsretten ikke nyttet fullt ut, skal de som vil overta en større brøkdel ha fortrinnsrett fremfor utenforstående. I henhold til § 4-2 første ledd siste punktum kan styret likevel selge ubrukte tegningsretter, slik at verdien kommer de aksjeeiere til gode som ikke har nyttet eller avhendet tegningsretten. I Ot.prp. nr. 68 (1984-85) s. 17 antar departementet at selv om det bør være opp til aksjonærene å ivareta sine rettigheter ved kapitalforhøyelser, vil mange småaksjonærer kunne bli økonomisk skadelidende på grunn av uvitenhet omkring bruk av tegningsretter eller flertallsbeslutning om å innskrenke tegningsrettenes omsettelighet, jf. aksjeloven § 3-2 siste punktum. På den anne side er det forbundet med kostnader for selskapene å selge slike tegningsretter. Vphl. § 11 er utformet på denne bakgrunn. Det vises til at Børsstyret ved sin avgjørelse skal ta hensyn til om et pålegg vil påføre selskapet uforholdsmessig ulempe eller utgift eller vanskeliggjøre gjennomføringen av emisjonen.

Det er ikke fattet formelle vedtak etter vphl. § 11, men børsen har i flere tilfeller gjort selskap oppmerksom på bestemmelsen.

10.2 UTENLANDSK RETT

10.2.1 EØS-rett

EØS-avtalen omfatter to typer regler av betydning ved emisjoner. Det er for det første gitt direktiver om selskapsrettslige regler ved emisjoner i aksjeselskaper (selskapsdirektiver). I tillegg er det gitt regler om krav til prospekt ved offentlige innbydelser til tegning eller kjøp av verdipapirer.

10.2.1.1 Selskapsrettslige regler

Rdir. 77/91 (annet selskapsdirektiv) inneholder generelle regler om kapitalforhøyelse i art. 25 til 29.

Art. 25 nr. 1 fastsetter at enhver kapitalforhøyelse skal vedtas av generalforsamlingen. Beslutningen skal offentliggjøres etter reglene i første direktiv art. 3. Denne bestemmelsen pålegger medlemsstatene å ha et sentralt handels- eller selskapsregister der dokumenter og opplysninger som etter direktivet er undergitt offentlighet, skal innføres.

Etter art. 25 nr. 2 kan generalforsamlingen, stiftelsesdokumentet eller vedtektene likevel gi et annet selskapsorgan enn generalforsamlingen, fullmakt til å treffe beslutning om kapitalforhøyelse. Fullmakten skal angi et høyeste beløp, som skal fastsettes etter et eventuelt lovbestemt maksimumsbeløp. Fullmakten kan ikke gis for mer enn fem år, og kan bare forlenges for fem år om gangen.

Art. 25 nr. 3 bestemmer at når det finnes flere aksjeklasser i selskapet, skal generalforsamlingens beslutning undergis en særskilt avstemning i hver aksjeklasse hvis rettigheter forringes ved disposisjonen.

Bestemmelsen i art. 25 gjelder tilsvarende ved utstedelse av verdipapirer som kan konverteres til aksjer og til verdipapirer som det er knyttet tegningsrett til aksjene til, jf. nr. 4. Det presiseres at reglene likevel ikke gjelder selve konverteringen av verdipapirene eller utøvelsen av tegningsretten.

Art. 26 bestemmer at aksjene skal innbetales med minst 25 prosent av pålydende verdi. Overkurs skal innbetales fullt ut.

Etter art. 27 skal innskudd i annet enn penger være fullt innbetalt innen en frist på fem år fra beslutningen om kapitalforhøyelse. Videre gjelder det regler om kontroll av innskuddet av såkalte uavhengige sakkyndige, som svarer til de regler som gjelder ved stiftelse etter art. 10.

Dersom kapitalforhøyelse ikke blir tegnet fullt ut, kan aksjekapitalen bare forhøyes med det mottatte tegningsbeløp dersom dette er fastsatt i emisjonsvilkårene, jf. art. 28.

Art. 29 gir regler om aksjeeiernes fortrinnsrett. Bestemmelsen gjelder ikke ved tingsinnskudd. Hovedregelen er at aksjene skal tilbys aksjeeierne i forhold til den del av kapitalen som deres aksjer representerer. Medlemsstatene kan gjøre enkelte unntak fra denne hovedregelen. Art. 29 nr. 1 bokstav b bestemmer at dersom det er flere aksjeklasser i et selskap, kan vedtektene bestemme at ved kapitalforhøyelse hvor det utstedes nye aksjer innenfor en enkelt av aksjeklassene, kan fortrinnsretten innen den enkelte aksjeklasse først utøves når aksjeeierne innenfor vedkommende aksjeklasse har utøvet sin fortrinnsrett. Fortrinnsretten og fristen for denne skal offentliggjøres etter reglene i første direktiv art. 3.

10.2.1.2 Prospektkrav

Rdir. 89/298 gir regler om samordning av kravene til utforming, kontroll og spredning av det prospekt som skal offentliggjøres når verdipapirer legges ut til offentlig

tegning. Direktivet inngår som del av EØS-avtalen. Direktivet gjelder «verdipapirer som legges ut til offentlig tegning for første gang i en medlemstat forutsatt at verdipapirene ikke allerede er notert på en fondsbørs som er beliggende eller utøver virksomhet i medlemsstaten».

Direktivets anvendelsesområde er i den norske versjonen av direktivet angitt til «innbydelse til tegning» av verdipapirer. I fortalen til direktivet er det imidlertid vist til at prospekt skal stilles til rådighet for investorene når «verdipapirer legges ut til offentlig tegning i en medlemsstat for første gang, enten de tilbys av utstederen selv, eller i hans navn, eller av en tredjemann, enten de deretter noteres eller ikke». Tilbud fra andre enn selskapet vil tradisjonelt ikke omtales som tilbud om tegning. Uttalelsen i fortalen kan derfor tyde på at det ikke bare er de tradisjonelle innbydelser til tegning som omfattes, men ethvert tilbud om erverv av verdipapirer som rettes til markedet for første gang. Denne forståelsen har støtte i den engelske og danske versjonen av direktivet som knytter anvendelsesområdet til henholdsvis «transferable securities which are offered to the public for the first time» og «værdipapirer der for første gang utbydes til offentligheden».

Som verdipapirer regnes etter art. 3 punkt e), «aksjer og andre omsettelige verdipapirer som sidestilles med aksjer, obligasjoner med løpetid på minst ett år og omsettelige verdipapirer som sidestilles med obligasjoner, såvel som samtlige omsettelige verdipapirer som gir rett til erverv av slike verdipapirer, ved tegning eller bytte». Etter denne definisjonen faller sertifikater utenfor.

Det er ikke tatt inn noen definisjon av «offentlig» tegning. I fortalen til direktivet er det opplyst at det så langt har vist seg umulig å gi en felles definisjon av uttrykket «offentlig tegningsinnbydelse» og alle dets bestanddeler. En negativ avgrensning i forhold til hvem som innbys til tegning ligger i at direktivet i henhold til art. 2 punkt 1) b), ikke gjelder innbydelse om tegning av verdipapirer til en begrenset krets av personer. Hva som skal regnes som en begrenset krets er imidlertid heller ikke spesifisert.

Direktivet inneholder detaljerte regler om hvilke opplysninger som skal gis i prospekt og regler for offentliggjøring av prospekt. Når en offentlig innbydelse gjelder verdipapirer som, samtidig med at tilbudet fremmes, søkes børsnotert, skal prospektets innhold og bestemmelsene om dets kontroll og spredning fastsettes i samsvar med Rdir. 80/390 om samordning av kravene til utforming, kontroll og spredning av prospekter som skal offentliggjøres i forbindelse med opptak av verdipapirer til offisiell notering på en fondsbørs. Det norske regelverket bygger på at emisjoner i verdipapirer som allerede er børsnotert «automatisk» må anses å søkes børsnotert i henhold til direktivet, jf. børsloven § 4-4 første ledd. Rdir. 80/390 kommer dermed til anvendelse på offentlige tilbud om tegning både ved emisjoner i verdipapirklasser som allerede er børsnotert og i verdipapirklasser som søkes børsnotert for første gang. I tillegg stiller Rdir. 80/390 i enkelte tilfelle krav til prospekt ved enhver emisjon i børsnoterte verdipapirklasser uavhengig av om innbydelsen rettes mot offentligheten. Dette gjelder aksjer hvis antall, anslåtte børsverdi, nominelle verdi eller i mangel av nominell verdi bokførte papirverdi, er minst 10 pst. av antallet eller av tilsvarende verdi av aksjer av samme aksjeklasse som allerede er notert på samme fondsbørs.

Rdir. 89/298 gjelder ikke emisjoner som gjelder et beløp mindre enn 40 000 ECU. Det er dessuten fastsatt en del andre unntak fra direktivet, bl.a. for verdipapirer utstedt av EØS-stater. Disse unntakene er behandlet under utvalgets vurderinger. I henhold til direktivet er det opp til medlemsstatene om de vil kreve forhåndskontroll av prospekter som omfattes av direktivet.

Rdir. 80/390 gjelder i utgangspunktet ved enhver notering av verdipapirer uavhengig av beløp. Også her er det imidlertid gjort enkelte unntak bl.a. for verdipapi-

rer utstedt av EØS-stater. Prospektet kan ikke offentliggjøres før det er godkjent av de myndigheter medlemsstaten der verdipapirene søkes børsnotert har utpekt. Ved offentlig tilbud knyttet til verdipapirer som søkes børsnotert går dette direktivets regler om prospektkontroll foran reglene i Rdir. 89/298.

Dersom et prospekt er godkjent i en EØS-stat etter reglene i Rdir. 89/298 art. 20, skal prospektet anerkjennes eller anses å være i samsvar med lovgivningen i de andre medlemsstatene der de samme verdipapirene tilbys samtidig eller med korte mellomrom, jf. direktivets art. 21 punkt 1. Det kan tas forbehold for eventuell oversettelse. Myndighetene kan dessuten kreve at det i prospektet tilføyes opplysninger som er spesifikke for markedet der tilbudet fremmes.

Det følger av Rdir. 89/298 art. 21 punkt 2 at et prospekt som er godkjent i henhold til Rdir. 80/390 art. 24a, dvs. av kompetent myndighet der verdipapirene søkes børsnotert i flere EØS-stater, også skal anerkjennes i andre medlemsstater.

10.2.2 Storbritannia

Regler om offentlige emisjoner følger i første rekke av Financial Services Act (FSA) del IV (børsnoterte verdipapirer) og V (ikke-børsnoterte verdipapirer). Reglene er nylig endret ved «Public Offers of Securities Regulations 1995» («POS») som ble satt i kraft 19. juni 1995. Det vil i det følgende bli gitt en kort redegjørelse for det nye regelverket som anses som en endelig gjennomføring av de ovenfor nevnte EU-direktiv. Redegjørelsen er basert på heftet «The new UK prospectus rules» utgitt av advokatfirmaet Clifford Chance i juni 1995.

I Clifford Chance' redegjørelse er de nylig fastsatte regelendringer oppsummert som følger:

> «In summary, the POS Regulations:
>
> alter the existing requirements for London listed offerings by introducing a requirement for a «prospectus» instead of listing particulars where a UK public offer is to be made before the admission of the securities to the Official List of the London Stock Exchange – by amending Part IV of the Financial Services Act 1986 (the «FSA»);
>
> create a new prospectus regime for public offers in the UK of securities of UK and foreign issuers where application has not been made for admission of the securities to the Official List of the London Stock Exchange (i.e. unlisted and non-London listed securities);
>
> introduce new provisions enabling a UK prospectus to qualify for mutual recognition in other Member States of the European Economic Area (the «EEA»), by creating an optional regime under which issuers can apply to the London Stock Exchange for the pre-vetting of prospectus for unlisted and non-London listed securities, and replace the existing provisions under which «incoming» prospectuses from other EEA countries will qualify for mutual recognition in the UK; and
>
> repeal:
>
> –the existing prospectus registration regime contained in Part III of the Companies Act 1985 (the «Companies Act») – to be accomplished by a separate commencement order under the FSA;
>
> –Part V under the FSA which had been intended to serve as the regime regulating offers of unlisted securities but had not been brought into force;
>
> –the Companies Act 1985 (Mutual Recognition of Prospectuses) Regulations 1991 which dealt with the recognition of incoming prospectuses.»

Regelverket er videre oppsummert som følger:

«The POS Regulations preserve the current structure of UK securities laws under which there are two parallel but interacting regimes relating to public offers of securities, backed up by the rules regulating cold calling and investment advertisements:

Part IV of the FSA regulates the official listing of securities on the London Stock Exchange and is amended by the POS regulations to require the publication of a «prospectus» instead of listing particulars where the securities are to be «offered to the public in the United Kingdom for the first time» before their admission to the Official List. As is currently the case in relation to listing particulars, the form and content of the prospectus will be determined by the Yellow Book and the prospectus will be pre-vetted by the London Stock Exchange. Where an application for admission to the Official List is made but there is no UK public offer the existing rules requiring the publication of listing particulars continue to apply.

Part II of the POS Regulations creates a new regime, replacing Part III of the Companies Act, requiring the publication of a prospectus where securities are beeing «offered to the public in the United Kingdom for the first time» if application has not been made for admission of the securities to the Official List of the London Stock Exchange under part IV of the FSA. The form and content of a prospectus published under Part II of the POS Regulations will be subject to the requirements of the POS Regulations and the prospectus will not be subject to pre-vetting, unless the issuer opts for pre-vetting by the London Stock Exchange under the new optional regime designed to enable a UK prospectus to qualify for mutual recognition in other Member States of the EEA.»

De nye prospektreglene gjelder i hovedsak aksjer, obligasjoner, warrants eller andre rettigheter til å tegne aksjer, depotbevis og andre erklæringer som gir rett til aksjer. F.eks. opsjoner og warrants på obligasjoner omfattes ikke.

Som det fremgår stilles krav til utarbeidelse av prospekt ved «offer to the public in the United Kingdom». Offentlig tilbud er spesifisert gjennom at det er gjort unntak for tilbud som rettes til færre enn 50 personer. Som offentlig tilbud antas dermed å regnes tilbud til flere enn 50 personer. For å falle inn under prospektkravene må tilbudet være rettet til det engelske markedet.

Det er i hovedsak gjort unntak fra reglene om prospekter i de tilfeller det er anledning til dette etter EU-direktivene. Dette gjelder bl.a. for verdipapirer utstedt av EØS-stater, obligasjoner med løpetid under ett år, tilbud gitt til profesjonelle «securities dealers» og visse investorer, tilbud fremsatt i forbindelse med overtakelsestilbud og for tilfeller der relevant informasjon allerede er offentlig tilgjengelig.

10.2.3 Sverige

Det følger av den svenske Lag om børs og clearingvirksomhet 5. kapittel 5§ at det ved registrering av verdipapirer på børsen skal utarbeides et børsprospekt. Prospektet skal inneholde de opplysninger som behøves for at en investor skal kunne foreta en velbegrunnet vurdering av utstederens virksomhet og økonomiske stilling samt av de rettigheter som er forbundet med verdipapiret. Nærmere krav til opplysninger er fastsatt i forskrift. Prospektet skal godkjennes av børsen. Disse reglene er fastsatt på bakgrunn av Rdir. 80/390 og omhandler kravene til informasjon i forbindelse med børs-introduksjon.

Ved emisjoner i verdipapirer som ikke er registrert eller søkes registrert på børs, der emisjonen gjelder et beløp på minst 300 000 SEK og er rettet mot en åpen krets, skal det utarbeides prospekt etter Lag om handel med finansiella instrument 2. kapittel. Tilsvarende gjelder ved tilbud om «köp eller försäljning» av finansielle

instrumenter som er rettet mot en åpen krets og gjelder minst 300 000 SEK. Prospektet skal inneholde de opplysninger som behøves for en velbegrunnet vurdering av emisjonen eller tilbudet. Nærmere krav til opplysninger er fastsatt i forskrift. Prospektet skal sendes Finansinspektionen med søknad om registrering. Gjelder prospektet en emisjon skal det godkjennes av Finansinspektionen før registrering.

Både for emisjon i børsnoterte og ikke-børsnoterte verdipapirer er det gjort enkelte unntak fra prospektkravet i samsvar med Rdir. 89/298, jf. Rdir. 80/390.

10.2.4 Danmark

Regler om prospekter ved offentlig utbud av verdipapirer finnes i dag i børsprospektbekendgørelsen, utbudsprospektloven av 10. april 1991 og utbudsprospektbekendtgørelsen av 3. mai 1991. Reglene er i all hovedsak foreslått videreført i Børsudvalgets betenkning Børsreform II. Redegjørelsen nedenfor refererer seg til reglene slik de er foreslått i Børsreform II.

I det danske regelverket er det fastsatt prospektkrav ved «offentlig udbud til tegning eller salg af værdipapirer, hvorom der er inngivet ansøgning om optagelse til notering på en fondsbørs», samt ved «første udbud til offentligheden af værdipapirer, som ikke ønskes optaget til notering på en fondsbørs».

«Offentlig udbud til tegning eller salg av værdipapirer» som er søkt børsnotert, kan ikke skje før et prospekt er godkjent og offentliggjort i samsvar med de regler som er fastsatt om dette. Det er foreslått at Fondsrådet (nytt organ som foreslås opprettet), skal fastsette nærmere regler om «udbudsmateriale og prospekters offentliggørelse». Bestemmelsen omfatter alle verdipapirer som kan børsnoteres.

Reglene om tilbud til offentligheten av verdipapirer som ikke ønskes børsnotert gjelder for følgende verdipapirer:

a) aksjer og andre omsettelige verdipapirer som kan likestilles med disse,
b) obligasjoner med en løpetid på minst 1 år og andre omsettelige verdipapirer som kan likestilles med disse, og
c) alle andre omsettelige verdipapirer, som gir rett til å erverve verdipapirer som nevnt i a og b, ved tegning eller ombytting.

Fondsrådet kan fastsette regler om at tilbud av nærmere bestemte verdipapirer kan unntas fra lovens krav.

Ved tilbud av verdipapirene skal det offentliggjøres et prospekt som skal være oversiktlig og gi et riktig bilde av utsteders aktiva og passiva, dennes økonomiske stilling, resultater, samt forventet utvikling. Prospektet skal dessuten inneholde opplysninger om de rettigheter som er knyttet til de utstedte verdipapirene. Fondsrådet fastsetter regler om prospektets innhold for øvrig. Prospektet skal sendes til Fondsrådet som skal påse at det oppfyller de fastsatte krav. Mottakelse av prospektet skal registreres i og offentliggjøres av Ervervs- og Selskabsstyrelsen. Erhvervs- og Selskabsstyrelsen fastsetter regler om offentliggjøring av mottakelse av prospekter. Tilbud til offentligheten må ikke finne sted før prospektet er offentliggjort. Fondsrådet kan fastsette regler om det nærmere innhold av tilbudsmateriale.

10.3 UTVALGETS VURDERINGER

10.3.1 Innledning

Det følger av lovutvalgets mandat at det skal foreta den nødvendige avgrensning i sitt arbeid i forhold til spørsmål som nylig har vært realitetsbehandlet. I mandatet er det spesielt vist til de nylig vedtatte reglene om emisjonskontroll. Som det vil fremgå nedenfor, antar utvalget at EU-direktivene på visse punkter går noe lenger

enn det som fremgår klart av det norske lovverket forsåvidt gjelder hvilke offentlige tilbud som er regulert. Utvalget har på denne bakgrunn funnet det nødvendig å foreta en noe mer omfattende gjennomgang av gjeldende regler.

Emisjonsregler, herunder regler om kontroll med emisjonsprospekter skal sikre at investorene gis den nødvendige informasjon før de foretar sin investeringsbeslutning. Formålet med reglene er å hindre at tegningsmaterialet inneholder uriktige, villedende eller ufullstendige opplysninger om forhold som må tillegges vekt ved bedømmelsen av spørsmålet om å tegne verdipapirer. Gjeldende regler om emisjonskontroll bygger på at det særlig vil være ved de store offentlige emisjonene behovet for emisjonskontroll er tilstede. Da reglene første gang ble innført, ble det derfor lagt til grunn at kontrollen bør begrenses til å gjelde de tegningsinnbydelser «som henvender seg til det investerende publikum i sin alminnelighet». Ved mindre emisjoner ble det lagt til grunn at aksjelovens regler normalt vil være tilstrekkelig.

Reglene om emisjonskontroll må etter dette anses å bl.a. skulle ivareta hensynet til investorbeskyttelse på verdipapirmarkedets område. Investorbeskyttelse refererer seg til enhver investor. Behovene kan dermed variere. Utvalget viser til at behovet for beskyttelse av de mindre investorene vil være et annet enn det behov som foreligger i forhold til f.eks. de institusjonelle investorene. Som det vil fremgå i *"Tilbud om tegning og kjøp"* i punkt 10.3.3.2 under, legger utvalget til grunn at regler om prospekter og prospektkontroll i fremtiden må få anvendelse på visse tilbud både om tegning og kjøp av verdipapirer. Den investorbeskyttelse gjeldende emisjonskontrollregler bygger på, bør etter utvalgets syn tillegges den samme vekt ved andre typer tilbud som vil omfattes av regelverket. Utvalget viser i denne forbindelse til fortalen til Rdir. 89/298, der det er vist til at investering i verdipapirer innebærer risiko i likhet med enhver annen form for investering. For at investorene skal ha det nødvendige vern er det i følge fortalen, nødvendig at de settes i stand til å foreta en korrekt vurdering av denne risiko for å kunne ta sine beslutninger om investering på bakgrunn av full kjennskap til realitetene. Det er forøvrig også vist til at relevante og fullstendige opplysninger om verdipapirene og om utstederen kan være et effektivt middel til å styrke tilliten til verdipapirene og dermed bidra til at verdipapirmarkedene fungerer og utvikler seg på en tilfredsstillende måte.

I tillegg til å ivareta hensynet til investorbeskyttelse i forbindelse med det konkrete tilbud, vil krav til prospekt ved visse offentlige tilbud kunne bidra til et effektivt annenhåndsmarked i de aktuelle verdipapirene. Innbydelse til tegning av verdipapirer til en større krets av personer, må antas å legge grunnlaget for en viss annenhåndsomsetning av de aktuelle verdipapirene. En forutsetning for en riktig kursfastsettelse i annenhåndsmarkedet, er at opplysninger som er tilstrekkelige til å vurdere verdipapirene, hurtig blir gjort tilgjengelig for markedet. Ved offentlige tilbud kan den informasjon som da må gis, danne grunnlag for den videre prising av verdipapirene. Det nevnte hensyn er spesielt aktuelt ved emisjoner i børsnoterte verdipapirer, der emisjonsprospekter må følges opp av en løpende opplysningsplikt. Hensynet vil imidlertid også kunne tillegges vekt ved tilbud om tegning eller kjøp av ikke-børsnoterte verdipapirer når tilbudet rettes til en så stor krets av personer at det må antas å være grunnlag for et annenhåndsmarked. Utvalget viser forøvrig til at prospektkravene er forholdsvis omfattende. I praksis antas det at prospekter i første rekke må anses av interesse for verdipapirforetakene og de profesjonelle investorene. Meglernes vurdering av prospektet og den investering det innbys til i prospektet, vil imidlertid videreformidles til markedet både gjennom meglernes rådgivnings- og mellommannsvirksomhet, og gjennom den handel de selv foretar i de aktuelle verdipapirene. Tilsvarende vil de profesjonelle investorenes vurdering av prospektet og investeringen, fremgå gjennom deres handel i de aktuelle verdipapirene.

I tillegg til informasjonshensynet ivaretar reglene om offentlig tilbud notoritetshensyn. Dersom det etter f.eks. en emisjon oppstår spørsmål om ansvar på tilbyders hånd, vil investorene og domstolene kunne gå tilbake til prospektet for å vurdere ansvarsforholdene i forhold til den informasjon som ble gitt i forbindelse med tilbudet. Utvalget peker på at nettopp denne effekten at man «låser ned» den informasjon som ble gitt, har vært tillagt vekt i utenlandsk rett.

Prospektregler sikrer videre at verdipapirer som tilbys er lovlig utstedt m.v., og at tilbud til almennheten rent generelt skjer i ordnede og tillitvekkende former.

Kostnadene ved å ivareta de hensyn som er nevnt ovenfor, må ved utformingen av reglene om offentlige tilbud veies opp mot de prosesskostnader og transaksjonskostnader som utarbeidelse og kontroll med prospekter medfører for utstederne, og overvåkningsomkostninger for tilsynsmyndighetene. Det vises imidlertid til at Kredittilsynets og børsens utgifter utliknes på henholdsvis institusjoner under tilsyn og brukerne. Utvalget har merket seg at utarbeidelse av prospekt ofte fremstår som forholdsvis kostnadskrevende, fordi det legges stor vekt på selve utformingen av prospektet. Utvalget vil allerede innledningsvis understreke at det hverken etter gjeldende regler eller etter de regler utvalget foreslår, vil være behov for en slik fordyrende utforming av prospekt. Det avgjørende etter regelverket vil være hvilke opplysninger som gis.

Reglene bør videre i rimelig grad ta hensyn til relevante forskjeller mht. investorenes profesjonalitet, verdipapirenes art m.v. Det vises i denne forbindelse til at investorenes behov for informasjon vil variere avhengig av i hvilken grad de aktuelle investorene kjenner utsteder av de aktuelle verdipapirene. Tilbyders mulighet til å gi informasjon vil på sin side avhenge av om vedkommende er utsteder av de aktuelle verdipapirene eller ikke.

Utvalget legger til grunn at det i samsvar med EØS-forpliktelsene skal videreføres regler om kontroll med tilbud om tegning og i enkelte tilfeller salg av verdipapirer. Som nevnt over antar utvalget at anvendelsesområdet for gjeldende regler om emisjonskontroll etter sin ordlyd ikke fullt ut er i samsvar med EU-direktivene. Utvalget har på denne bakgrunn funnet det hensiktsmessig å foreslå endringer i gjeldende regler. Dagens regelverk stiller i stor grad ulike krav til prospekt og kontroll med slike avhengig av emisjonens størrelse. Utvalget legger til grunn at en inndeling som i stor grad følger direktivets system, dvs. en inndeling basert på om verdipapirene søkes børsnotert, vil gjøre regelverket lettere tilgjengelig. Utvalget har forøvrig lagt vekt på at de norske reglene i størst mulig grad bør samordnes med utenlandske regler, i den forstand at det ikke fastsettes regler som er til hinder for at tilbud kan fremsettes både i det norske og i utenlandske markeder parallelt. Spesielt er det lagt vekt på at norske utstederselskaper bør kunne gjennomføre emisjoner parallelt i Norge og i utlandet uten større praktiske vanskeligheter. Sett på bakgrunn av de samordningsregler som følger av EU-direktivene, anser utvalget at også dette hensynet best kan ivaretas ved at de norske reglene bygger på samme system som direktivene.

Utvalget gjør oppmerksom på at begrepsbruken i det følgende ikke fullt ut vil være ensartet. Utvalget vil i hovedsak omtale de regler som foreslås som regler om offentlige tilbud og prospekter. Ettersom den norske versjonen av EU-direktivene benytter det mer begrensede uttrykket «innbydelse til tegning», vil utvalget ved henvisninger til direktivet, i noen grad benytte dette uttrykket. Utvalget forutsetter imidlertid at også dette omfatter tilbud om kjøp.

10.3.2 Prospektkravenes stedlige virkeområde

Rdir. 89/298 pålegger medlemsstatene å påse at det offentliggjøres prospekt ved offentlige tilbud *på deres territorium*. Det følger av dette at medlemsstatene ikke har plikt etter direktivet til å føre kontroll med «nasjonale» selskapers emisjoner i utlandet og heller ikke tilbud som gjelder «norske verdipapirer» for øvrig, når tilbudet kun fremmes overfor et utenlandsk marked.

Som nevnt under *"Anvendelsesområde/omfanget av emisjonskontrollen"* i punkt 10.1.2 fører Oslo Børs etter gjeldende regler, kontroll med norske selskapers emisjoner uavhengig av om innbydelse til tegning er rettet til det norske markedet eller til utenlandske markeder. I stor grad gis det imidlertid dispensasjon fra emisjonskontrollen i henhold til vphl. § 9 sjette ledd og i samsvar med adgangen til dette etter EU-direktivene i slike tilfeller. Særlig gjelder dette ved obligasjonsemisjoner. Børsen fører kontroll med utenlandske selskapers emisjoner i den grad slike tilbys for tegning i det norske markedet.

Utvalget legger til grunn at hensynene bak prospektreglene er tilstrekkelig ivaretatt ved at disse gis anvendelse for tilbud som fremsettes i det norske markedet. Reglene er begrunnet i at investorene skal gis tilstrekkelige opplysninger til å vurdere verdipapirene. Etter utvalgets syn bør det i samsvar med direktivet derfor påligge myndighetene i det land tilbudet fremmes, å stille krav til prospekt og eventuell kontroll med dette. Når det gjelder norske selskapers emisjoner i EØS-stater, vil myndighetene i det aktuelle landet der tilbud fremmes, kreve prospekt i samsvar med direktivet. Tilsvarende gjelder ved andre tilbud om tegning eller kjøp av verdipapirer utstedt av norske selskaper. Situasjonen vil ikke være tilsvarende ved tilbud som fremmes i tredjestater. Utvalget kan imidlertid ikke se at det foreligger hensyn relatert til det norske verdipapirmarkedet, som bør begrunne at norske regler gis anvendelse i slike tilfeller. Det vises i denne forbindelse til at det som nevnt ikke har vært uvanlig å gi dispensasjon fra vphl. § 9 ved utenlandsemisjoner.

Utvalget viser videre til at det ved emisjoner i selskap hvis aksjer er notert på norsk børs, alltid vil kreves prospekt der kapitalutvidelsen gjelder aksjer hvis nominelle verdi er minst 10 pst. av verdien av aksjene av samme aksjeklasse som allerede er notert.

Utvalget viser forøvrig til de samordningsregler som er fastsatt i direktivet for tilfeller der et tilbud fremsettes samtidig eller med korte mellomrom i flere EØS-stater. Samordningsreglene er nærmere omtalt under *"Samordningsregler"* i punkt 10.3.10.

10.3.3 Prospektkravenes saklige anvendelsesområde

Utvalget vil foreslå enkelte endringer i prospektregelens saklige anvendelsesområde, basert på bl.a. Rdir. 89/298.

Som det vil fremgå i *"Verdipapirer"* i punkt 10.3.3.1 er det bare tilbud som gjelder nærmere angitte verdipapirer, dvs. i hovedsak aksjer, obligasjoner og rettigheter til slike, som vil omfattes av reglene.

Gjeldende regler omfatter innbydelse til tegning og tilsvarende erverv av verdipapirer. Utvalget foreslår at reglene i fremtiden skal omfatte tilbud om tegning eller kjøp, jf. *"Tilbud om tegning og kjøp"* i punkt 10.3.3.2. Forslaget anses på dette punkt nødvendig som følge av Rdir. 89/298.

Rdir. 89/298 kommer bare til anvendelse der de verdipapirene tilbudet gjelder, ikke er børsnotert. Utvalget vil foreslå et tilsvarende anvendelsesområde for det norske regelverket. Det vises imidlertid allerede innledningsvis til at det norske børsregelverket har en noe annen begrepsbruk og et noe annet system enn det direktivet synes å bygge på. Som det vil fremgå i *"Tilbud om tegning – betydningen av om ver-*

dipapirene er børsnotert" i punkt 10.3.3.3 medfører dette at regelverket vil omfatte tilbud om *tegning* av verdipapirer uavhengig av om verdipapirer i samme klasse er børsnotert. Ved tilbud om kjøp (annenhåndsplasseringer) vil det bare måtte utarbeides prospekt i tilfeller der verdipapirene ikke er børsnotert, jf. *"Spesielt om annenhåndsplasseringer (tilbud om kjøp) – børsnotering"* i punkt 10.3.3.4. Et unntak gjelder imidlertid dersom verdipapirene tilbys almenheten innen tre måneder etter at verdipapirene er utstedt. I slike tilfeller foreslås det at reglene også skal gjelde der verdipapirene er børsnotert i løpet av denne perioden.

Tilbud som gjelder kjøpsretter reiser enkelte særskilte spørsmål som vil bli behandlet under *"Spesielt om kjøpsretter – betydningen av børsnotering"* i punkt 10.3.3.5.

Prospektreglene skal bare omfatte første gangs tilbud til almenheten. Denne avgrensningen er nærmere omtalt i *"Første gangs tilbud"* i punkt 10.3.3.6. Reglene foreslås i samsvar med gjeldende regler å bare gjelde ved tilbud over et visst beløp. Beløpsgrensen er omtalt i *"Beløpsgrenser"* i punkt 10.3.3.7. Den nærmere avgrensning av hvilke innbydelser som skal anses som offentlige, dvs. hvor mange en innbydelse kan rettes mot, er nærmere omtalt i *"Offentlig innbydelse"* i punkt 10.3.3.8.

10.3.3.1 Verdipapirer

Vphl. § 9 første ledd kommer til anvendelse på *verdipapir*emisjoner. Verdipapirer er nærmere definert i lovens § 1. Selv om børsstyrets kontroll i utgangspunktet omfatter alle verdipapirer, er det i hovedsak kun fastsatt krav til utarbeidelse av prospekt ved emisjoner og tilsvarende erverv av aksjer, obligasjoner og grunnfondsbevis. Etter utvalgets syn bør det i større grad være samsvar mellom kravene til prospekt og kravene til kontroll med tegningsmaterialet. Spesielt gjelder dette når utvalget som nevnt i *"Krav til utarbeidelse av tegningsinnbydelse"* i punkt 10.3.6 foreslår at kravene til tegningsinnbydelse oppheves og at kontrollen i fremtiden skal knyttes til prospekt utarbeidet av tilbyder.

Utvalget legger til grunn at både prospektkrav og krav til kontroll med tegningsmateriale bør videreføres når det gjelder aksjer, grunnfondsbevis og obligasjoner. Dette er i samsvar med EØS-reglenes anvendelsesområde.

Reglene i Rdir. 89/298 gjelder som nevnt for omsettelige verdipapirer som sidestilles med aksjer og obligasjoner, samt omsettelige verdipapirer som gir rett til erverv av slike verdipapirer ved tegning eller bytte, jf. art. 3 bokstav e. Grunnfondsbevis må antas å falle inn under den første kategorien. Når det gjelder den sistnevnte kategorien antar utvalget at den bl.a. vil omfatte konvertible obligasjoner, kjøpsretter og tegningsretter. Konvertible obligasjoner og tegningsrettigheter omfattes av gjeldende vphl. § 9. I samsvar med direktivet foreslås det presisert at reglene om offentlige tilbud skal omfatte ethvert omsettelig verdipapir som gir rett til erverv av aksjer, obligasjoner m.v. ved tegning eller bytte.

Obligasjoner med kortere løpetid enn ett år, omfattes ikke av Rdir. 89/298. Dette forhindrer ikke at de aktuelle medlemsstater pålegger prospektkrav. Utvalget har vurdert hvorvidt det er behov for slike prospektkrav for obligasjoner med kortere løpetid enn 1 år, dvs. i praksis sertifikater. Etter utvalgets syn må begrunnelsen for eventuelt å unnta sertifikater fra regelverket om offentlige tilbud, være at sertifikater i hovedsak tegnes av større institusjonelle investorer. Långivere som tegner seg for slike beløp må normalt antas å ikke ha behov for den særlige beskyttelse prospektreglene gir. Dersom investorene ikke allerede har dekket sitt informasjonsbehov, må det antas at de ved utleggelse av slike sertifikatlån vil kreve prospekt uavhengig av om dette følger av regelverket. Det må med andre ord antas at markedet i noen grad vil være selvregulerende. De hensyn som her er anført, medfører imid-

lertid ikke etter utvalgets syn, at det bør gjøres noe generelt unntak avhengig av obligasjonenes løpetid. Som det fremgår under *"Profesjonelle investorer"* i punkt 10.3.4.2 foreslår utvalget et unntak for såkalte profesjonelle investorer, statslån og verdipapirer som bare kan erverves mot et vederlag på minst 40.000 ECU. Det antas at disse unntakene ivaretar de hensyn som nevnt. Det foreslås derfor ikke noe generelt unntak for sertifikater.

Rdir. 89/298 gjelder ikke «andeler utstedt av foretak for kollektiv investering av annen type enn lukket». Utvalget viser til at andeler i verdipapirfond anses unntatt etter gjeldende regelverk, idet særlige regler om innbydelse til tegning av andeler er gitt i verdipapirfondloven. Det foreslås en videreføring av rettstilstanden på dette punktet. Utvalget legger til grunn at de særskilte reglene i verdipapirfondloven i tilstrekkelig grad ivaretar forbrukerhensyn.

Standardiserte opsjoner og terminer anses heller ikke å falle inn under gjeldende regelverk idet det i praksis ikke foretas noen tradisjonell emisjon av slike finansielle instrumenter. Utvalget legger til grunn at enkelte kjøpsretter og tegningsretter skal omfattes av det fremtidige regelverket i den grad de er omsettelige. Det vises til at Rdir. 89/298, som nevnt over, omfatter omsettelige verdipapirer som gir rett til aksjer, obligasjoner eller lignende verdipapirer, ved «tegning eller bytte». Omsettelige tegningsretter vil etter dette falle inn under direktivets virkeområde. Det fremgår ikke klart om også kjøpsretter utstedt av selskapet eller en annen som innehar de aktuelle underliggende verdipapirene, omfattes. Kjøpsretter vil normalt ikke sies å gi rett til erverv av aksjer, obligasjoner mv. ved «bytte». Et unntak er f.eks. der kjøpsretter utstedes i forbindelse med overtakelsestilbud og utsteder av kjøpsrettene skal motta aksjer i et annet selskap som vederlag for de verdipapirer kjøpsrettene gjelder. Etter utvalgets syn tilsier hensynene bak prospektreglene at disse også omfatter kjøpsretter som skal oppfylles med fysisk levering av de underliggende verdipapirene, uavhengig av om dette er som ledd i et bytte eller det skjer mot vederlag i penger. Når slike kjøpsretter gjøres omsettelige og tilbys en tilsvarende krets av personer som prospektreglene gjelder, bør opplysninger i prospekt etter utvalgets syn fremkomme allerede ved tilbudet om erverv av kjøpsrettene. Dette gjelder uavhengig av om det er selskapet eller en annen innehaver av de underliggende verdipapirene som fremsetter tilbudet. Utvalget viser forøvrig til at utsteder av kjøpsretter ikke behøver å være den samme som utsteder av de underliggende verdipapirene. Vedkommende vil ikke ha samme tilgang til informasjon som utsteder av de underliggende verdipapiene. Som det fremgår av *"Utelatelse av enkelte opplysninger i prospekt"* i punkt 10.3.5.2 nedenfor, foreslås det særlige tilpasninger i slike tilfeller. Det foreslås at børsen kan tillate at enkelte opplysninger utelates i prospekt dersom tilbyder er en annen enn utsteder av aksjene eller obligasjonene, og det gjelder opplysninger vedkommende normalt ikke vil være i besittelse av.

Det presiseres forøvrig at derivater med kontantavregning ikke vil omfattes av prospektreglene. Lovteknisk medfører dette at det må gis en særskilt beskrivelse av hvilke kjøpsretter som skal omfattes, i det den foreslåtte generelle definisjonen av omsettelige verdipapirer også omfatter kjøpsretter som gir rett til kontantoppgjør.

Ettersom EØS-reglene forutsetter en gjensidig anerkjennelse av prospekter som er godkjent i et medlemsland, finner utvalget det hensiktsmessig å benytte den samme definisjon av verdipapirer som skal omfattes av prospektreglene, som den som er benyttet i Rdir. 89/298. Det kan argumenteres for å foreta en nærmere spesifisering av hvilke verdipapirer som er å likestille med aksjer og obligasjoner, samt hvilke verdipapirer som skal anses å gi rett til erverv av slike verdipapirer ved tegning etter bytte. En slik spesifisering vil være enkel forsåvidt gjelder f.eks. konvertible obligasjoner. Ettersom det stadig utvikles nye finansielle instrumenter, vil

imidlertid en oppregning vanskelig kunne bli uttømmende. Utvalget anser det derfor hensiktsmessig å benytte direktivets definisjon.

10.3.3.2 Tilbud om tegning og kjøp

Vphl. § 9 omfatter innbydelse til tegning og *tilsvarende erverv* av verdipapirer. Anvendelsesområdet må vurderes på bakgrunn av de regler som følger av Rdir. 89/298. Som nevnt tidligere må det antas at direktivet omfatter mer enn bare tilbud om *tegning* av verdipapirer. Det er derfor spørsmål om hvor langt direktivet går i forhold til det som følger av vphl. § 9 idag.

I NOU 1978:42 er det uttalt følgende om hvilke «tilsvarende erverv» som omfattes av regelverket:

> «Med det siste alternativet har utvalget søkt å få med alle tilfelle hvor det markedsføres verdipapirer til en ubestemt krets, selv om det ikke vil være naturlig å tale om emisjon teknisk sett. Det kan f.eks. dreie seg om tilfelle hvor aksjer i et selskap blir budt ut på markedet gjennom offentlig innbydelse, slik at ervervet formelt fremstår som kjøp av aksjene. Dermed har man ment å hindre eventuelle omgåelser av regelen.»

Som det fremgår var bestemmelsen om tilsvarende erverv i første rekke beregnet på å hindre eventuelle omgåelser av emisjonsreglene. I praksis har reglene vært gitt anvendelse i en rekke tilfeller der innehaver av en større andel av de aktuelle verdipapirene tilbyr salg av disse og verdipapirene ikke har vært omsatt i tiden etter tegning. En slik situasjon kan foreligge der en aksjonær tegner seg i emisjonen for deretter å umiddelbart tilby verdipapirene i markedet (eller tilsvarende transaksjoner gjennomføres i obligasjonsmarkedet). Bestemmelsen er imidlertid også benyttet der det har gått lang tid mellom tegningen og videresalget. Det er da lagt særlig vekt på om det er nær sammenheng mellom tilbyder og utsteder. I slike tilfeller behøver det ikke å foreligge noe omgåelsestilfelle. Hensynene bak reglene vil allikevel kunne tilsi at disse bør komme til anvendelse.

Etter utvalgets syn må det legges til grunn at den norske teksten til Rdir. 89/298 ikke fullt ut er dekkende når det gjelder hvilke offentlige tilbud som omfattes av direktivet, idet endel kjøpstilfelle ikke kan regnes som tilsvarende erverv slik det er formulert i den norske versjonen. Dette gjelder f.eks. der tilbudet fremsettes flere år etter en emisjon.

I den norske oversettelsen er direktivets anvendelsesområde avgrenset til verdipapirer som *legges ut til offentlig tegning for første gang*. I den engelske versjonen av direktivet er anvendelsesområdet knyttet til *transferable securities which are offered to the public for the first time*. Tilsvarende formulering i den danske versjonen er *værdipapirer der for første gang utbydes til offentligheden*. Både den engelske og danske versjonen av direktivet synes ut fra sin ordlyd å omfatte tilbud til offentligheten, uavhengig av om tilbudet gjelder tegning eller kjøp. Slik regelen er formulert er det heller ikke foretatt noe skille mht. om det er utsteder eller en verdipapireier som fremsetter tilbudet. Det vises til at direktivets art. 4 pålegger plikt til at tilbyder offentliggjør prospekt. I den danske og engelske versjonen av direktivet er tilbyder omtalt som henholdsvis *den person som foretager utbydelsen* og *the person making the offer*. Utvalget legger etter dette til grunn at direktivet vil kunne omfatte tilbud om både tegning og kjøp av verdipapirer. Denne forståelsen ser ut til å være lagt til grunn i det engelske regelverket. Det vises til at de nylig fastsatte endringene i de engelske prospektkravene, i følge Clifford Chance':The new prospectus rules, June 1995, bl.a. omfatter:

–«Warrants and other instruments to aquire existing shares or debentures»

–«offers of existing securities (except where a previous UK public offer has been made of these securities)»

Utvalget legger etter dette til grunn at kravene til prospekt som fastsatt i Rdir. 89/298 kommer til anvendelse ved første gangs tilbud til offentligheten, uavhengig av om tilbudet gjelder tegning eller kjøp. Ettersom formuleringen «tilsvarende erverv» i vphl. i første rekke synes å skulle dekke omgåelsestilfeller foreslås reglenes anvendelsesområde presisert i loven. Det foreslås at reglene om prospekt skal gis anvendelse ved offentlige tilbud om tegning av verdipapirer og ved offentlige tilbud om kjøp av verdipapirer som ikke er børsnotert. Det vises imidlertid til at tilbud om kjøp også vil gjelde verdipapirer som er børsnotert dersom tilbud fremsettes innen tre måneder fra verdipapirene ble utstedt, jf. *"Spesielt om annenhåndsplasseringer (tilbud om kjøp) – børsnotering"* i punkt 10.3.3.4.

10.3.3.3 Tilbud om tegning – betydningen av om verdipapirene er børsnotert

R.dir. 89/298 kommer bare til anvendelse der de aktuelle verdipapirene ikke allerede er notert på en børs i medlemsstaten. Direktivet stiller krav til utarbeidelse av prospekt ved offentlig tilbud som gjelder verdipapirer som søkes børsnotert, herunder der utsteder alt tidligere har børsnoterte verdipapirer i samme klasse.

Utvalget viser til at man i Norge ikke er kjent med et system der deler av en aksjeklasse er børsnotert. På denne bakgrunn er det nødvendig kort å forholde direktivet til de norske reglene om børsnotering. Ved forhøyelse av aksjekapitalen i et børsnotert selskap skal den nye aksjekapitalen tas opp til børsnotering når det fra selskapet foreligger skriftlig bekreftelse om at den nye kapitalen er registrert fullt innbetalt i foretaksregisteret og de nye aksjene er registrert i Verdipapirsentralen, jf. børsloven § 4-4 første ledd. Etter det norske regelverket vil det derfor ikke foreligge noen formell «søknad om børsnotering» ved slike emisjoner med mindre det dreier seg om en ny aksjeklasse. Ut fra direktivets krav må det derfor i Norge kreves prospekt før det innbys til offentlig tegning selv om aksjene vil anses børsnoterte uten noen særskilt søknad om notering.

På bakgrunn av det norske systemet, anser utvalget det ikke nødvendig å legge opp til et skille i samsvar med direktivet for så vidt gjelder tilbud om tegning. Utvalget legger til grunn at offentlige tilbud om tegning skal omfattes av prospektreglene, uavhengig av om tilsvarende verdipapirer, dvs. i praksis aksjer i samme aksjeklasse, er børsnotert.

10.3.3.4 Spesielt om annenhåndsplasseringer (tilbud om kjøp) – børsnotering

Også offentlige tilbud om kjøp av aksjer eller obligasjoner som fremsettes av andre enn utsteder av verdipapirene, må følge prospektreglene i Rdir. 89/298, selv om utsteder av verdipapirene har søkt verdipapirene børsnotert. Det avgjørende vil for slike annenhåndsplasseringer være om verdipapirene faktisk er tatt opp til kursnotering før det offentlige tilbudet om kjøp fremsettes. Der verdipapirene allerede er tatt opp til kursnotering før tilbud om kjøp gis, legger utvalget til grunn at hensynet til investorene er ivaretatt gjennom reglene om børsintroduksjonsprospekt og utstederselskapenes løpende opplysningsplikt. I samsvar med direktivet legges det derfor til grunn at det som utgangspunkt ikke er behov for regler om prospekt i slike tilfeller. Oppsummeringsvis blir rettstilstanden for annenhåndsplasseringer som følger; Hvis verdipapirene er børsnotert, kreves det som hovedregel ikke prospekt. Hvis verdipapirene ikke er børsnoterte må det utarbeides prospekt. Dette er i samsvar med direktivene, men medfører en endring i forhold til gjeldende norsk rett.

Direktivene bygger på at det er det som i realiteten er et salg til almenheten som skal forutsette prospektkontroll. Ved en inndeling der det ikke kreves prospekt ved verdipapirer som er børsnoterte, vil det imidlertid kunne åpnes for at en emisjon i forbindelse med en børsnotering gjennomføres ved at emisjonen tegnes av en begrenset krets investorer. Dersom disse snur seg rundt og videreselger i markedet, vil dette kunne anses som et videresalg av verdipapirer som allerede er børsnotert. Det vil i tilfelle ikke utløses plikt til å utarbeide prospekt. Den tekniske konsekvens av dette, blir at det vil være av stor betydning om en henvendelse er å anse som en henvendelse om tegning eller om kjøp. Det vises til at utvalget foreslår at tilbud om tegning i alle tilfelle skal omfattes av prospektkravene, selv om tegningen gjelder nyutstedte aksjer i samme aksjeklasse som en som allerede er notert.

Utvalget legger i samsvar med Rdir. 89/298 til grunn at det er ved de salg som i realiteten er et salg til almenheten i forbindelse med emisjon av verdipapirer, at det skal kreves prospekt. Samtidig er det viktig å legge til rette for fleksible ordninger i forbindelse med kapitalutvidelser. For å sikre at like tilfeller behandles likt, foreslår utvalget at det settes en tidsgrense for hvilke videresalg som skal omfattes av prospektkravene. Det foreslås at offentlige tilbud om annenhåndsplasseringer som fremsettes innen tre måneder etter at verdipapirene er utstedt, skal forutsette prospekt. Denne tidsfristen skulle være tilstrekkelig til å ta hensyn til omgåelser av reglene om innbydelse til tegning. Utvalget viser forøvrig til at tilbyder i slike tilfeller vil kunne bygge på offisiell informasjon fra utsteder.

Den foreslåtte 3 måneders fristen antas i første rekke å få betydning for tilbud om salg som fremsettes etter aksjeemisjon. I prinsippet vil den imidlertid også kunne ha betydning ved utleggelse av åpne obligasjonslån.

10.3.3.5 Spesielt om kjøpsretter – betydningen av børsnotering

Ved offentlige tilbud om erverv av kjøpsretter, fremgår det ikke helt klart av direktivet om det avgjørende er om de aktuelle rettene er børsnotert, eller om avgrensningen til ikke-børsnoterte verdipapirer er knyttet til de underliggende verdipapirene. Utvalget viser til at tilsvarende problemstilling ikke er aktuell i forbindelse med tegningsretter. Etter gjeldende norske aksjeregler vil det ses som et tilbud om tegning av de underliggende verdipapirene, uavhengig av om det utstedes omsettelige tegningsretter.

Ut fra hensynet bak prospektreglene kunne det hevdes at det avgjørende bør være om de underliggende verdipapirene er børsnotert. Der disse er børsnotert har markedet fått informasjon om verdipapirene og utstederen av disse gjennom børsintroduksjonsprospektet. Denne informasjonen er senere fulgt opp av løpende informasjon gitt i henhold til utsteders opplysningsplikt. Spesielt kunne dette anføres der utsteder av de underliggende verdipapirene utsteder omsettelige kjøpsretter. I slike tilfeller vil investorene kunne ha tilstrekkelig informasjon om utsteder gjennom børsintroduksjonsprospekt og etterfølgende opplysningsplikt. Der det er andre enn utsteder av de underliggende verdipapirene som utsteder kjøpsretten, vil imidlertid investorene kunne ha behov for informasjon om forhold knyttet til utstederen av kjøpsretten og om selve kjøpsretten som verdipapir.

Det følger av Rdir. 89/298 at det skal gis slik informasjon både om utstederen av de underliggende verdipapirene og om utstederen av kjøpsrettene, jf. direktivets art. 11 nr. 4. Det presiseres forøvrig at prospektkravene vil måtte tilpasses situasjonen der utsteder av kjøpsretten ikke er utsteder av de underliggende verdipapirer og derfor ikke vil ha annet enn offentlig tilgjengelig informasjon om utsteder av de underliggende verdipapirene. Utvalget legger på denne bakgrunn til grunn at prospektreglene skal komme til anvendelse der de konkrete verdipapirer som tilbys,

dvs. aksjer, obligasjoner eller omsettelige verdipapirer som gir rett til erverv av slike, ikke er børsnotert. Tilbud som gjelder omsettelige kjøpsretter vil etter dette omfattes av prospektreglene dersom de omsettelige kjøpsrettene ikke er børsnotert. Utvalget antar forøvrig at det i de færreste tilfeller vil være praktisk å utstede kjøpsretter på verdipapirer som ikke er børsnoterte.

10.3.3.6 Første gangs tilbud

En viktig begrensning i direktivets anvendelsesområde ligger i at det kun er første gangs tilbud som omfattes. Det mest praktiske tilfelle av første gangs tilbud vil selvfølgelig være en utsteders tilbud om tegning i forbindelse med utstedelse av nye verdipapirer. Det vil imidlertid også kunne tenkes første gangs tilbud om kjøp, typisk i forbindelse med et spredningssalg forut for en børsintroduksjon. Det er ved tilbud om kjøp direktivets avgrensning til første gangs tilbud er av betydning.

Ettersom det foreslås presisert i vphl. at prospektreglene gjelder tilbud om både tegning og kjøp, foreslås det også presisert at reglene kun gjelder første gang de aktuelle verdipapirene tilbys offentligheten. Presiseringen vil kun ha betydning i forhold til tilbud om kjøp. Ved tilbud om kjøp som anses som offentlige, vil prospekt måtte utarbeides uavhengig av om de aktuelle verdipapirene i noen grad har vært omsatt tidligere. Det avgjørende er om tilbud *til offentligheten*, dvs. mer enn 50 personer, jf. *"Beløpsgrenser"* i punkt 10.3.3.7, fremsettes for første gang. Det avgjørende vil være om de konkrete verdipapirene er tilbudt tidligere, uten hensyn til om verdipapirer av samme art er tilbudt. Utvalget legger til grunn at hensynet til investorene ved eventuelle senere offentlige tilbud om de samme verdipapirene, kan anses tilstrekkelig ivaretatt ved den informasjon som ble gitt ved det første tilbudet. Det vises bl.a. til de regler som foreslås om offentliggjøring av tilbudet. Selv om dette første tilbudet bare ble fremsatt overfor f.eks. 51 personer, vil markedet forøvrig kunne skaffe seg den aktuelle informasjonen.

Også avgrensningen til første gangs tilbud, reiser særskilte spørsmål i relasjon til omsettelige kjøpsretter. Det kan spørres om det er behov for prospekt i tilfeller der de underliggende verdipapirene har blitt tilbudt offentligheten tidligere og eventuelt også er børsnoterte. Behov for slik informasjon som følger av prospektkravene, må etter utvalgets syn anses av mindre betydning der utsteder av kjøpsrettene også er utsteder av de underliggende verdipapirene. Også her vil det imidlertid være behov for informasjon om det konkrete tilbudet, herunder om utsteder og selve kjøpsretten som verdipapir. Som nevnt tidligere vil det særlig være behov for opplysninger om utsteder av kjøpsrettene der vedkommende er en annen enn utsteder av de underliggende verdipapirene. Utvalget antar at Rdir. 89/298 må forstås slik at det avgjørende er om kjøpsrettene er tilbudt offentligheten tidligere.

10.3.3.7 Beløpsgrenser

Etter gjeldende regelverk skal det utarbeides prospekt ved enhver emisjon som gjelder et beløp høyere enn 300.000 kroner. Børsens forhåndskontroll med emisjoner omfatter idag emisjoner som gjelder beløp større enn NOK 5 mill. uavhengig av om verdipapirene er børsnotert eller ikke. I tillegg omfatter reglene om forhåndskontroll emisjoner som gjelder beløp mellom NOK 300 000 og 5 mill. dersom verdipapirene søkes børsnotert. Ved slike emisjoner som ikke søkes børsnotert skal det etter gjeldende regler utarbeides et prospekt som skal registreres på børsen.

Kravet til prospekt ved offentlig tilbud som gjelder beløp høyere enn 300.000 kroner er i samsvar med Rdir. 89/298. Det vises til direktivets art. 2 punkt 1) c) der det er fastsatt at direktivet ikke gjelder når salgssummen for det samlede antall ver-

dipapirer som tilbys ikke overskrider 40.000 ECU. I EU-direktivene er det ikke fastsatt flere beløpsgrenser slik som i det norske regelverket. Direktivene er basert på et skille mellom verdipapirer som ikke søkes børsnotert og de som søkes børsnotert. Ved tilbud som gjelder verdipapirer som ikke søkes børsnotert skal prospekt oversendes myndighetene før tilbudet offentliggjøres, jf. Rdir. 89/298 art. 14. Der verdipapirene søkes børsnotert kan prospektet ikke offentliggjøres før det er godkjent av myndighetene se art. 7, jf. Rdir. 80/390 art. 18 punkt 2.

Den norske 5 millioners-grensen når det gjelder børsens forhåndskontroll med verdipapirer som ikke søkes børsnotert ble videreført da vphls regler om emisjonskontroll ble endret på bakgrunn av EU-direktivene. I Ot.prp. nr. 15 (1993-94) la Finansdepartementet til grunn at det ikke burde gjøres endringer i de etablerte reglene om kontroll med enhver slik emisjon over NOK 5 mill. Det er denne videreføringen av gjeldende norsk rett ved inngåelsen av EØS-avtalen, som har medført at det i det norske regelverket opereres med to ulike beløpsgrenser i loven; 300.000 kroner og 5 millioner kroner.

På bakgrunn av de forpliktelser som følger av EØS-avtalen, legger utvalget til grunn at de prospektregler som foreslås skal gjelde ved ethvert offentlig tilbud som gjelder et beløp over 300.000 kroner. Hvorvidt det er behov for ulike regler om myndighetskontroll avhengig av tilbudenes størrelse, vil bli drøftet i *"Kontroll med tegningsmateriale"* i punkt 10.3.9. Utgangspunktet i vphls prospektregler bør imidlertid etter utvalgets syn være den beløpsgrense som følger av direktivet. Utvalget foreslår derfor at lovens utgangspunkt skal være krav til prospekt ved offentlige tilbud som gjelder et beløp over 40.000 ECU.

10.3.3.8 Offentlig innbydelse

Gjeldende regler om emisjonskontroll kommer til anvendelse for emisjoner der innbydelsen er rettet til flere enn 50 personer. Dette vilkåret kommer i tillegg til beløpsgrensene som nevnt i *"Beløpsgrenser"* i pkt. 10.3.3.7.

Etter lovutvalgets syn kan begrunnelsen for emisjonsreglene tilsi at antall personer innbydelsen retter seg mot ikke nødvendigvis bør være avgjørende. Det avgjørende kan sies å være hvilke grupper henvendelsen rettes mot, dvs. om innbydelsen er rettet mot personer som generelt har tilgang på informasjon om de aktuelle verdipapirene eller om den er rettet mot personer som ikke har tilgang på annen informasjon enn den som eventuelt vil fremgå av et prospekt. Et alternativ kan derfor være å la prospektreglene gis anvendelse på emisjoner som omfattes av gjeldende § 4-6 tredje ledd i aksjeloven, dvs. emisjoner der det er besluttet at andre enn aksjeeierne eller personer som etter avtale er forbeholdt aksjer, skal kunne tegne aksjer. Tilsvarende synspunkter kunne gjøres gjeldende i forhold til tilbud om kjøp.

Dagens grense på 50 personer er tatt inn i loven som en presisering av hva som var å anse som en «ubestemt krets» etter den tidligere bestemmelsen. Utvalget legger vekt på at en fast tallmessig grense kan hindre en rekke tvilsspørsmål som ellers ville kunne oppstå, og dermed skaper bedre forutberegnelighet for aktørene. Utvalget er oppmerksom på at det vil kunne oppstå avgrensningsspørsmål også i forhold til en fast tallmessig grense. Utvalget legger imidlertid til grunn at slike avgrensningsspørsmål vanskelig kan unngås og derfor bør finne sin løsning gjennom børsens praksis.

Som nevnt kunne et alternativ være å la prospektreglene gis anvendelse på emisjoner der det er besluttet at andre enn aksjeeierene eller personer som etter avtale er forbeholdt aksjer, skal kunne tegne aksjer. Tilsvarende kunne reglene gis anvendelse på kjøpstilbud som ikke er forbeholdt bestemte personer. Etter utvalgets syn vil en slik bestemmelse imidlertid ikke oppfylle de krav direktivene stiller. En slik

regel vil heller ikke være egnet til å ivareta hensynet til at de mer generelle tilbud til markedet, skal forutsette prospektkrav. Det vises i denne sammenheng til at det med en slik regel kunne sendes tilbud til en meget stor krets av personer. Det at kretsen av personer er navngitt, kan etter utvalgets syn ikke i seg selv begrunne at reglene ikke skal komme til anvendelse.

Avgrensningen av reglenes anvendelsesområde til emisjoner der innbydelse til tegning er rettet til flere enn 50 personer, kom som nevnt inn i loven på bakgrunn av den praksis som tidligere var lagt til grunn når det gjaldt hva som var å anse som en ubestemt krets. Rdir. 89/298 pålegger medlemsstatene å påse at innbydelse til *offentlig tegning(/kjøp)* av verdipapirer betinges av at tilbyder offentliggjør et prospekt. Hva som skal anses som et offentlig tilbud er ikke nærmere definert. Det følger imidlertid av art. 2 punkt 1) b) at direktivet ikke gjelder tilbud rettet til en bestemt krets av personer. Utvalget antar at avgrensningen til 50 personer må ses som en presisering av hva som anses som offentlig tilbud etter direktivet, og at en videreføring av gjeldende bestemmelse derfor vil være i samsvar med dette direktivet. Det vises forøvrig til at en slik 50-personers grense nå også er tatt inn i det engelske regelverket i form av at prospekt ikke kreves der tilbudet fremsettes til færre enn 50 personer.

Utvalget foreslår etter dette en videreføring av gjeldende regler forsåvidt gjelder at prospektkravene ikke skal omfatte tilbud som er rettet mot færre enn 50 personer. Utvalget ser for øvrig ikke grunn til å videreføre § 9 første ledd siste punktum om at emisjonskontroll kan foretas selv om innbydelsen er rettet til færre enn 50 personer, dersom det utarbeides tegningsinnbydelse i henhold til lov eller bestemmelse gitt i medhold av lov. Det vises til at gjeldende regler om tegningsinnbydelse er foreslått erstattet av prospektkrav.

Utvalget kan ikke utelukke at det kan være behov for å stille enkelte generelle informasjonskrav i forbindelse med kapitalforhøyelser. Utvalget antar at de prospektkrav som foreslås i vphl. fullt ut vil dekke slike eventuelle minimumskrav. Når det gjelder tilbud som faller utenfor prospektkravene, viser utvalget til at det er nedsatt et nytt aksjelovutvalg som skal fremme forslag til ny aksjelov. Eventuelle generelle minimumskrav bør etter Verdipapirhandellovutvalgets syn tas inn i aksjeloven. Ettersom hensynet til verdipapirmarkedet anses tilstrekkelig ivaretatt ved de regler som foreslås i vphl., antas det at eventuelle krav i aksjeloven, ikke vil medføre spesielle behov for samordning av de to regelsett.

10.3.4 Unntak fra reglene

10.3.4.1 Generelt

Reglene om emisjonskontroll i vphl. gjelder enhver emisjon som faller inn under anvendelsesområdet med hensyn til type verdipapirer, størrelse på emisjonen samt antall investorer som innbys til tegning. Som nevnt kan imidlertid børsstyret dispensere fra bestemmelsene. Det er dessuten fastsatt unntak fra plikten til å utarbeide prospekt ved enkelte emisjoner.

Anvendelsesområdet for Rdir. 89/298 forsåvidt gjelder type verdipapirer og størrelse på tilbudet er omtalt ovenfor. I tillegg er det fastsatt i direktivets art. 2 at direktivet ikke gjelder i følgende tilfeller:

a) innbydelse om tegning av verdipapirer til personer som ledd i deres yrkesvirksomhet,
b) når de verdipapirer som legges ut til offentlig tegning kan erverves bare mot et vederlag på minst 40 000 ECU pr. investor (minstetegning),
c) verdipapirer som legges ut til offentlig tegning i enkeltstørrelser til en pris per størrelse på minst 40 000 ECU,

d) verdipapirer utstedt av en stat eller av statens lokale administrative enheter eller av internasjonale statlige organisasjoner der én eller flere medlemsstater er medlemmer,
e) verdipapirer som legges ut til offentlig tegning i forbindelse med et ombyttingstilbud,
f) verdipapirer som legges ut til offentlig tegning i forbindelse med en fusjon,
g) aksjer som tildeles aksjeeierne uten vederlag,
h) aksjer eller verdipapirer som sidestilles med aksjer, og som helhet tilbys i bytte for aksjer i samme selskap, forutsatt at tegningsinnbydelsen ikke innebærer forhøyelse av selskapets tegnede kapital,
i) verdipapirer som arbeidsgiver eller et tilknyttet foretak legger ut til tegning for sine nåværende eller forhenværende ansatte eller til disses fordel,
j) verdipapirer som utstedes ved konvertering av konvertible obligasjoner eller ved bruk av de rettigheter som følger av kjøpsretten, eller aksjer som gis i bytte med ombyttelige obligasjoner, forutsatt at det i samme medlemsstat er offentliggjort et prospekt i forbindelse med offentlig tegningsinnbydelse eller opptak til børsnotering for disse konvertible eller ombyttelige obligasjoner eller for kjøpsretten,
k) verdipapirer utstedt av sammenslutninger med rettslig status, eller av statlig anerkjente organisasjoner med allmennyttige formål, med sikte på å skaffe til veie midler til ideelle formål,
l) aksjer, eller verdipapirer sidestilt med aksjer, som gir innehaveren rett til å benytte seg av tjenester som ytes av institusjoner som «building societies», «Crédits populaires», «Genossenschaftsbanken», «Industrial and Provident Societies», eller til å bli medlem i disse,
m) euro-verdipapirer som det ikke reklameres for ved generelle reklamekampanjer eller ved direkte henvendelse.

Euroverdipapirer som nevnt i siste strekpunkt er definert som verdipapirer:

–som skal garanteres fulltegnet og distribueres av et syndikat der minst to av medlemmene har sitt forretningskontor i forskjellige stater, og
–som legges ut til offentlig tegning i et stort omfang i en eller flere medlemsstater, utover den stat der utsteder har sitt forretningskontor, og
–som kan tegnes eller erverves for første gang bare gjennom en kredittinstitusjon eller en annen finansinstitusjon.»

Etter gjeldende regler er det gjort unntak i samsvar med bokstav d, h, i og m for emisjoner som gjelder beløp mellom 300.000 og 5 millioner kroner og der verdipapirene ikke søkes børsnotert, jf. forskrift 17. januar 1994 nr. 32. For emisjoner som gjelder beløp over 5 millioner er det gjort unntak i samsvar med bokstav d, men kun for lån som utstedes av en EØS-stat.

Som nevnt tidligere følger det av Rdir. 89/298 art. 7 at offentlige tilbud som gjelder verdipapirer som søkes børsnotert, skal følge reglene i Rdir. 80/390 forsåvidt gjelder prospektets innhold og bestemmelsene om dets kontroll og spredning. I Rdir. 80/390 art. 6 er det gitt regler om i hvilke tilfeller medlemsstatene kan gi de myndigheter som skal kontrollere prospektet, tillatelse til å gi helt eller delvis fritak fra plikten til å offentliggjøre et prospekt. Fritak kan bl.a. gis når verdipapirene har vært gjenstand for offentlig tilbud der det er utarbeidet prospekt. I tillegg er det åpnet for fritak i en rekke av de tilfeller som ikke omfattes av Rdir. 89/298, jf. gjengivelsen av dette direktivets art. 2 over. Dersom det er gjort unntak etter Rdir. 89/298, vil børsen ved eventuell søknad om børsnotering måtte vurdere eventuelle unntak fra plikten til å offentliggjøre børsintroduksjonsprospekt etter de regler som føl-

ger av Rdir. 80/390 art. 6. Utvalget finner det etter dette ikke nødvendig å gå inn på de fritaksmulighetene som følger av Rdir. 80/390, men legger til grunn at disse er vurdert i forbindelse med de opptakskrav som er fastsatt i børslovgivningen.

De unntak som følger av Rdir. 89/298, må i noen tilfelle anses å være begrunnet i særlige ordninger i de enkelte medlemsland. Unntakene vil derfor ikke alltid være praktiske for norske forhold. Utvalget har allikevel funnet det hensiktsmessig å foreta en gjennomgang av disse.

Utvalget legger til grunn at de unntak som foreslås nedenfor, kun skal komme til anvendelse der tilbudet om tegning eller kjøp fullt ut faller inn under ett av unntakene. Det skal altså ikke kunne gis offentlige tilbud uten utarbeidelse av prospekt ved å kombinere flere unntak. For de unntak som relaterer seg til hvilke investorer tilbudet fremmes overfor, vil det derfor være nok at èn investor faller utenfor gruppen, for at prospektreglene skal komme til anvendelse.

I tilfeller der det gjøres unntak fra prospektreglene, viser utvalget til at reglene vil kunne komme til anvendelse ved senere fremsatte tilbud som omfatter de samme verdipapirene. Dersom et tilbud f.eks. ikke faller inn under prospektreglene fordi tilbudet kun fremmes overfor såkalte profesjonelle investorer, vil senere tilbud fra disse profesjonelle investorene omfattes av prospektreglene, med mindre også det senere tilbudet faller inn under ett av unntakene. Dette gjelder imidlertid ikke dersom de aktuelle verdipapirene i mellomtiden er blitt børsnotert. I slike tilfeller vil hensynet til investorene være ivaretatt gjennom de opplysninger som er gitt i børsintroduksjonsprospektet og de opplysninger utsteder senere har gitt i samsvar med den løpende opplysningsplikt som følger av børsregelverket. Et unntak gjelder som nevnt dersom et begrenset antall investorer tegner seg i en emisjon der aksjene børsnoteres, og det foretas videresalg i markedet før utløpet av den 3 måneders fristen utvalget har foreslått.

Utvalget viser forøvrig til at det i tillegg til de unntak som foreslås nedenfor, vil foreslås dispensasjonsregler, jf. *"Dispensasjonsadgang"* i punkt 10.3.5.

10.3.4.2 Profesjonelle investorer

Utvalget antar at unntaket for tilbud rettet til personer som ledd i deres yrkesvirksomhet, omfatter innbydelser til såkalte profesjonelle investorer. Slike investorer vil typisk kunne være verdipapirfond, finansinstitusjoner mv. Tilbud som bare fremmes overfor denne type investorer, vil i stor grad falle utenfor gjeldende emisjonsregler. Dette fordi tilbudet ofte vil fremsettes overfor færre enn 50 personer. Dersom det kan være praktisk behov for å fremsette et tilbud overfor flere enn 50 slike investorer, legger utvalget imidlertid til grunn at det er behov for et unntak fra prospektreglene i samsvar med det som følger av direktivet.

Et unntak bør omfatte investorer som må forventes å være i stand til å vurdere de opplysninger som foreligger, uten at disse fremstilles i et eget prospekt. Eksempelvis vil finansinstitusjoner og andre institusjoner som har som del av sin virksomhet å investere i verdipapirer, og som også er underlagt tilsyn, måtte antas å inneha den nødvendige kompetanse. Tilstrekkelig kompetanse kan imidlertid foreligge hos en rekke andre investorer uavhengig av om de er regulert i særlov og/eller underlagt særskilt tilsyn. Etter utvalgets syn bør det avgjørende være at investering i verdipapirer foretas i et visst omfang som ledd i vedkommende investors yrkesutøvelse. Det bør dessuten være et krav at vedkommende registrerer seg som profesjonell investor på børsen. En slik registreringsordning vil ivareta hensynet til forutberegnelighet. Tilbyder vil kunne henvende seg til børsen for å vite hvem vedkommende kan henvende seg til uten å falle inn under lovens prospektkrav. Investoren på sin

side, vil ved å søke om registrering, måtte ta stilling til sin profesjonalitet og gjennom det gi avkall på de rettigheter prospektreglene gir.

Utvalget foreslår etter dette et unntak fra prospektreglene for tilbud til personer som investerer i verdipapirer som ledd i sin yrkesvirksomhet, og som er registrert som profesjonell investor på børsen. Slike investorer kan være finansinstitusjoner, verdipapirfond, pensjonskasser, andre bedrifter som bl.a. driver investeringsvirksomhet, investeringsforetak eller privatpersoner som driver yrkesmessig investeringsvirksomhet. Utvalget foreslår at børsen kan stille krav til omfanget av investeringsvirksomheten, herunder kapitalforhold, som forutsetning for registrering som profesjonell investor. Registrering vil kunne foretas både av norske og utenlandske investorer.

Det gjenstår å se hvilken praktisk betydning unntaket vil få ved siden av 50-personers grensen. Utvalget antar forøvrig at de aktuelle investorene i stor grad vil forutsette utarbeidelse av prospekt, uavhengig av om prospektkrav følger av loven. Ved tilbud som gjelder obligasjoner antas det dessuten at det vil utarbeides låneavtaler. Ved kapitalutvidelser i børsnoterte selskaper må det forøvrig normalt utarbeides børsprospekt uavhengig av om innbydelsen til tegning rettes mot profesjonelle investorer, dersom aksjenes nominelle verdi er 10 pst. eller mer av verdien av aksjene av samme aksjeklasse som allerede er notert, jf. børsforskriften § 18-1. Som nevnt vil det også måtte utarbeides prospekt i andre tilfeller dersom det foretas videresalg før utløpet av den foreslåtte 3 måneders fristen. Tilsvarende vil prospekt i samsvar med loven måtte utarbeides dersom verdipapirene ikke børsnoteres og de profesjonelle investorene på et senere tidspunkt tilbyr verdipapirene i markedet på en måte som faller inn under regelverket.

Også direktivets unntak for tilbud som innebærer at verdipapirer bare kan erverves mot et vederlag på minst 40.000 ECU, eller verdipapirer som legges ut i enkeltstørrelser til en pris pr. størrelse på minst 40.000 ECU, må antas å være begrunnet i at hensynene bak prospektreglene ikke gjør seg gjeldende i samme grad ved tilbud beregnet på profesjonelle investorer. Etter utvalgets syn bør det kunne forutsettes at investorer som går inn i enkeltplasseringer i denne størrelsesorden, også har evne til å vurdere den aktuelle investeringen. I finansinstitusjoner og andre foretak som driver investeringsvirksomhet, vil det normalt foreligge interne regler mht. fullmakt til å handle for selskapet. I den grad det er gitt adgang til handler i den størrelsesorden som nevnt, må det antas at foretaket har påsett at vedkommende som utfører handelen har tilstrekkelig kompetanse. Vedkommende som utfører handelen må dessuten kunne godtgjøre sin vurdering av investeringen, noe som kan tilsi at et tilbud som fremsettes uten utarbeidelse av prospekt, i første rekke er aktuelt for investorer som allerede har god kjennskap til verdipapirene og tilbyder. Interne rutiner som nevnt vil ikke nødvendigvis foreligge i mindre foretak. Ved handel foretatt av privatpersoner vil det heller ikke nødvendigvis foreligge den samme kompetanse som i foretak av en viss størrelse. Etter utvalgets syn kan det imidlertid vanskelig sies å foreligge slike forbrukerhensyn ved investeringer i den aktuelle størrelsesorden, at det ikke vil være forsvarlig å overlate risikovurderingen fullt ut til investorene. Utvalget legger derfor til grunn at det bør fastsettes unntak i samsvar med direktivet.

Prospektreglene foreslås etter dette ikke å komme til anvendelse ved offentlig tilbud som gjelder verdipapirer som bare kan erverves mot et vederlag på minst 40 000 ECU. Grensen gjelder i forhold til hvor stort beløp det må tegnes eller kjøpes for. Unntaket må antas særlig å være aktuelt ved såkalt blokksalg. Etter utvalgets syn vil direktivets unntak for offentlige tilbud som gjelder verdipapirer som legges ut i enkeltstørrelser til en pris pr. størrelse på minst 40 000 ECU falle inn under dette unntaket. Det anses derfor ikke nødvendig med noe særskilt unntak slik direktivet legger opp til.

10.3.4.3 Staten

Rdir. 89/298 gjelder som nevnt ikke verdipapirer utstedt av en stat eller av statens lokale administrative enheter, eller av internasjonale statlige organisasjoner der en eller flere medlemsstater er medlem.

Utvalget antar som hovedregel at hensynet til investorene tilsier at prospektreglene bør komme til anvendelse uavhengig av utsteders status. Etter utvalgets syn vil behovet for informasjon kunne være tilstede også ved tilbud som gjelder verdipapirer utstedt av statens lokale administrative enheter, dvs. i Norge; kommuner og fylkeskommuner. Tilsvarende gjelder verdipapirer utstedt av internasjonale statlige organisasjoner der en eller flere medlemsstater er medlemmer. Etter utvalgets syn er det imidlertid grunn til å vurdere et unntak for verdipapirer utstedt av staten.

Utvalget finner på bakgrunn av unntaket i direktivet at det ikke er grunn til å påby prospektkrav i den norske loven forsåvidt gjelder verdipapirer utstedt av staten. Det vises til at solvensproblemer ikke oppstår i forhold til staten, og utvalget antar at staten i egen interesse vil gi slik informasjon til markedet som er nødvendig for å sette vedkommende emisjon i omsetning (lånevilkårene).

Direktivets unntak gjelder som nevnt kun verdipapirer som *utstedes* av staten. Utvalget viser til at den norske direktivteksten er i samsvar med den engelske på dette punktet. Unntak vil derfor ikke være aktuelt ved tilbud som gjelder aksjer. Staten kan ikke selv utstede aksjer, men kan stifte aksjeselskap som utsteder aksjer. Unntak fra prospektreglene er imidlertid aktuelt ved tilbud som gjelder obligasjoner utstedt av staten.

Unntaket vil kun omfatte staten som juridisk person, herunder forvaltningsbedrifter. I tillegg foreslår utvalget et unntak for Norges Bank. Tilbud fremsatt av selskaper eiet av staten vil i utgangspunktet følge de alminnelige reglene. Det vises imidlertid til den dispensasjonsadgang som er foreslått i *"Dispensasjonsadgang"* i punkt 10.3.5.

Av hensyn til det alminnelige ikke-diskrimineringsprinsippet i EØS-avtalen legger utvalget til grunn at det foreslåtte unntaket for statsobligasjoner må gjøres gjeldende for obligasjoner utstedt av EØS-stater.

Utvalget viser forøvrig til at tilbud som gjelder omsettelige verdipapirer som gir rett til erverv av statsobligasjoner, vil omfattes av prospektreglene. Heller ikke ved slike tilbud vil det være behov for opplysninger for å vurdere statens betalingsevne. Det vil imidlertid være behov for informasjon om utstederen av de aktuelle kjøpsrettene, og selve kjøpsrettene som verdipapirer.

10.3.4.4 Tegning/erverv i forbindelse med særskilte selskapsbegivenheter

Rdir. 89/298 kommer ikke til anvendelse ved offentlige tilbud om verdipapirer i forbindelse med ombyttingstilbud. Utvalget legger til grunn at det med ombyttingstilbud bl.a. er tenkt på oppkjøpssituasjoner. Det vises til at det i den engelske versjonen av direktivet er benyttet formuleringen «securities offered in connection with a take-over bid». Etter utvalgets syn bør offentlig tilbud om tegning eller kjøp av verdipapirer i forbindelse med oppkjøpstilbud, omfattes av prospektreglene. Eksempelvis bør det utarbeides prospekt der aksjer i selskap B tilbys som vederlag i forbindelse med oppkjøp av aksjene i selskap A. De regler som er foreslått i kapittelet om tilbudsplikt, omfatter krav til at tilbyder gir de opplysninger som er nødvendig for at aksjeeierne skal kunne vurdere tilbudet. Det anses imidlertid mest hensiktsmessig at de spesifiserte krav til opplysninger ved offentlige tilbud om tegning eller kjøp, kommer direkte til anvendelse i slike situasjoner. Børsens kontroll med prospektet vil naturlig kunne foretas i forbindelse med godkjenningen av tilbudsdoku-

mentet. De regler som foreslås vil ikke være til hinder for at det utarbeides et felles prospekt og tilbudsdokument.

Utvalget foreslår i samsvar med direktivet et unntak for verdipapirer som tilbys i forbindelse med fusjon. Det vises til redegjørelsen for aksjelovens og børsregelverkets bestemmelser om fusjon, i kapittelet om tilbudsplikt, jf. *"Erverv av vederlagsaksjer ved fusjon"* i punkt 9.3.5.4. Etter utvalgets syn ivaretar de nevnte regler hensynet til informasjonsbehovet for de investorer tilbudet fremmes overfor.

Direktivets unntak for aksjer som tildeles aksjeeierne uten vederlag må antas å omfatte fondsemisjon. Fondsemisjon anses å falle utenfor vphls regler om emisjonskontroll idet det ikke innbys til tegning, men kun foretas en generalforsamlingsbeslutning. Det anses derfor ikke nødvendig med noe unntak tilsvarende det som følger av direktivet. Utvalget viser forøvrig til at utbytteaksjer ikke kan antas å falle inn under direktivets unntak. Det at man tilbys å bruke utbytte som innbetaling ved nytegning, tilsier ikke noe unntak fra prospektreglene.

Bytte av aksjer i samme selskap uten at dette innebærer forhøyelse av selskapets kapital, vil etter norsk regelverk kunne foretas der det i vedtektene er fastsatt at en aksjeklasse kan byttes med aksjer i en annen aksjeklasse, jf. aksjeloven § 3-1. Selskapet står fritt mht. å fastsette konverteringsgrunnlaget etter denne bestemmelsen. Etter utvalgets syn bør en slik konvertering ikke anses som et tilbud til aksjonærene, men kun som en iverksettelse av generalforsamlingsbeslutning. Det anses derfor ikke nødvendig å ta inn noe unntak i loven.

10.3.4.5 Tilbud til selskapets ansatte

Verdipapirer som arbeidsgiver eller et tilknyttet foretak tilbyr sine nåværende eller forhenværende ansatte eller til disses fordel, omfattes av gjeldende regelverk om prospekter.

De ansattes kjennskap til selskapet må etter utvalgets syn antas å variere bl.a. på bakgrunn av den ansattes stilling og hvorvidt vedkommende allerede er eier av verdipapirer utstedt av selskapet. Dersom selskapet har flere enn 50 ansatte vil derfor hensynene bak prospektreglene kunne gjøre seg gjeldende i forhold til en del av de ansatte. På den annen side vil tilbud om tegning eller kjøp til de ansatte normalt omfatte en liten andel av selskapets verdipapirer. Det kan derfor anføres at kostnadene ved å følge prospektreglene blir uforholdsmessig belastende.

Det følger som nevnt av Rdir. 89/298 art. 2 at direktivet ikke gjelder verdipapirer som arbeidsgiver eller et tilknyttet foretak legger ut til tegning for sine nåværende eller forhenværende ansatte eller til disses fordel. Verdipapirhandellovutvalget legger til grunn at det ikke bør fastsettes et generelt unntak i samsvar med direktivet. Utvalget mener at i den grad arbeidsgiver tilbyr aksjer til ansatte på særlige gunstige betingelser bør det ikke stilles de samme krav til prospekt som det som følger av de generelle reglene. Med særlige gunstige vilkår mener utvalget at verdipapirer tilbys til ansatte med klar rabatt i forhold til markedskursen. Som eksempel viser utvalget til forutsetningene for de særlige skatteregler som i dag gjelder for ansattes kjøp av aksjer i egen bedrift.

I slike tilfeller må det antas at selskapets ledelse har foretatt en betryggende vurdering av til hvilken pris aksjene tilbys. Det må antas å ha svært negativ effekt for selskapet og dets ledelse dersom det skulle vise seg at tilbudet ikke var til gunst for de ansatte. I tilfeller som nevnt foreslår utvalget på denne bakgrunn at det ikke stilles krav til særskilt utarbeidelse av prospekt. Opplysninger tilsvarende de som skal fremgå av prospekt, bør imidlertid være tilgjengelig. Det bør derfor utarbeides en informasjonspakke som gjøres tilgjengelig på arbeidsstedet. En slik informasjonspakke vil kunne baseres på allerede offentliggjort informasjon som årsberetning

mv. Det forutsettes imidlertid at det også gis nødvendig og ajourført tilleggsinformasjon, herunder informasjon om selve tilbudet. Nærmere krav til hvilken informasjon som skal være tilgjengelig skal fastsettes i forskrift i henhold til den generelle forskriftshjemmel som foreslås når det gjelder krav til opplysninger i prospekt, jf. *"Opplysninger i prospekt"* i punkt 10.3.7.

10.3.4.6 Unntak for visse verdipapirer

Rdir. 89/298 kommer som nevnt ikke til anvendelse på verdipapirer som utstedes ved konvertering av konvertible obligasjoner eller ved bruk av de rettigheter som følger av kjøpsretter, eller aksjer som gis i bytte med ombyttelige obligasjoner. En forutsetning er at det i samme medlemsstat er offentliggjort et prospekt i forbindelse med offentlig tegningsinnbydelse eller opptak til børsnotering for disse konvertible eller ombyttelige obligasjoner eller for kjøpsrettene.

Innbydelse til tegning av konvertible obligasjoner faller inn under vphls relger om emisjonskontroll. I praksis foretas det ingen kontroll ved den senere konverteringen av obligasjonene. Dette er i samsvar med det unntaket som følger av direktivet. På bakgrunn av de nye regler som foreslås når det gjelder kjøpsretter, foreslår imidlertid utvalget et unntak i samsvar med direktivet.

Direktivets unntak for aksjer eller verdipapirer sidestilt med aksjer, som gir innehaveren rett til å benytte tjenester som ytes av nærmere angitte institusjoner, anses uaktuelt i Norge. Institusjoner som kan være sammenlignbare med de institusjoner som er nevnt i direktivet, er andelslag, foreninger m.v. Ettersom slike institusjoner ikke kan sies å utstede aksjer eller verdipapirer som sidestilles med aksjer, anses det imidlertid unødvendig å ta inn noe unntak fra regelverket.

Direktivet gjelder ikke euro-verdipapirer der det verken reklameres for verdipapirene ved generelle reklamekampanjer eller ved direkte henvendelse. Ut fra den definisjon som er gitt av euroverdipapirer, kan utvalget ikke se at tilbud om tegning eller kjøp av slike er praktisk i Norge pr. idag. Det kan imidlertid ikke ses bort fra at dette kan endre seg med tiden. Etter utvalgets syn vil det ikke være behov for den forbrukerbeskyttelse ved tilbud om tegning eller kjøp av euro-verdipapirer som er i samsvar med direktivets unntak. Ved behov bør det derfor kunne fastsettes et unntak i samsvar med direktivet. Utvalget foreslår at slikt unntak kan fastsettes i forskrift.

10.3.4.7 Organisasjoner med almennyttig formål

Tilbud om tegning eller kjøp av verdipapirer med sikte på å skaffe til veie midler til ideelle formål, kan antas å måtte vurderes utfra annet enn rene forretningsmessige hensyn. Det kan derfor anføres at kravene til informasjon om utsteder av verdipapirene bør kunne settes lavere i slike tilfeller. For organisasjoner som har et slikt almennyttig formål, kan det dessuten anføres at kravene til prospekt vil medføre unødvendige kostnader på bekostning av de midler som skal gå til ideelle formål.

Etter utvalgets syn vil det avhenge av den enkelte organisasjons virksomhet og formål i hvilken grad det bør gjøres unntak fra prospektreglene ved utstedelse og salg av verdipapirer. Eksempelvis ser utvalget ikke behov for prospektregler i tilfeller der en idrettsklubb utsteder aksjer som gir fortrinnsrett til å benytte foreningens idrettsanlegg. I slike tilfeller må tegnere/kjøpere av aksjene kunne forventes å vurdere sin investering på bakgrunn av hvilken nytte de kan ha av idrettsanlegget. Formålet med investeringen kan i utgangspunktet ikke antas å være økonomisk gevinst i form av økning i aksjenes verdi. Dette kan imidlertid stille seg annerledes dersom

det etableres et system for salg av andeler og dette medfører muligheter for økonomiske gevinster.

Idrettsforeninger og organisasjoner med almennyttige formål, vil kunne ha behov for å finansiere sin virksomhet gjennom utstedelse av obligasjoner. I slike tilfeller legger utvalget til grunn at långiver ikke nødvendigvis vil vurdere låneforholdet på bakgrunn av organisasjonens ideelle formål, men også utfra forretningsmessige vurderinger av muligheten for avkastning. Selv om det legges vekt på det ideelle formålet, kan det dessuten være av interesse å ha tilstrekkelig informasjon til å vurdere den aktuelle organisasjonen og dennes mulighet til effektivt å nå sitt formål, i forhold til andre tilsvarende organisasjoner med samme formål.

Etter utvalgets syn bør det ikke fastsettes noe generelt unntak for organisasjoner med ideelt formål. Det bør vurderes i det konkrete tilfellet om organisasjonens almennyttige formål og det konkrete tilbud om tegning eller kjøp av verdipapirer, tilsier at prospektreglene ikke bør komme til anvendelse. For å unngå at prospektreglene kommer til anvendelse i de tilfeller hvor det åpenbart ikke er behov for den forbrukerbeskyttelse som ligger i reglene, foreslås det derfor at børsen kan unnta tilbud som tar sikte på å skaffe til veie midler til ideelle formål, etter søknad og en konkret vurdering i det enkelte tilfelle. Utvalget antar at unntak i hovedsak vil være aktuelt ved tilbud om tegning. Det kan imidlertid ikke utelukkes at det kan være grunnlag for unntak også ved tilbud om kjøp. Det avgjørende må være om tilbudet tar sikte på å skaffe til veie midler til ideelle formål. Et slikt siktemål vil normalt bare foreligge der den almennyttige organisasjonen selv fremmer tilbudet og ikke ved tilbud fra andre.

10.3.5 Dispensasjonsadgang

Børsstyret kan etter gjeldende vphl. § 9 dispensere fra bestemmelsene i paragrafen i særlige tilfeller, herunder når tegneren på annen måte har fått tilstrekkelig informasjon. Denne bestemmelsen må i dag praktiseres i samsvar med den adgang til dispensasjon som følger av EU-direktivene. Utvalget vil foreslå at dispensasjonsadgangen presiseres i samsvar med dette.

Som nevnt er dispensasjonshjemmelen i vphl. § 9 bl.a. benyttet i tilfeller der det fremmes tilbud i flere land samtidig eller med korte mellomrom. I slike situasjoner vil utvalget foreslå særskilte samordningsregler, jf. *"Samordningsregler"* i punkt 10.3.10 under.

10.3.5.1 Dispensasjonsadgang for visse obligasjoner

Det følger av Rdir. 89/298 art. 5 at medlemsstatene helt eller delvis kan frita for plikten til å offentliggjøre et prospekt når de verdipapirer som tilbys er:

a) obligasjoner eller andre omsettelige verdipapirer sidestilt med obligasjoner, som utstedes fortløpende eller gjentagne ganger av kredittinstitusjoner eller av andre finansinstitusjoner sidestilt med kredittinstitusjoner, som offentliggjør sine årsregnskaper regelmessig og som, innenfor Fellesskapet, er stiftet eller regulert ved en særlov, eller i henhold til en slik lov, eller er underlagt offentlig tilsyn med sikte på å beskytte oppsparte midler,

b) obligasjoner eller andre omsettelige verdipapirer sidestilt med obligasjoner, utstedt av selskaper eller andre juridiske personer som er hjemmehørende i en medlemsstat, og som

– utøver sin virksomhet på grunnlag av statsmonopol, og
– er stiftet eller regulert ved en særlov, eller i henhold til en slik lov, eller hvis

innlån er dekket av en ubetinget og ugjenkallelig garanti fra en medlemsstat eller fra en av dens lokale administrative enheter i en medlemsstat,

c)obligasjoner utstedt av juridiske personer, som ikke er selskaper, hjemmehørende i en medlemsstat, og
–som er stiftet i henhold til en særlov,
–som utøver en virksomhet som reguleres av nevnte lov, og som utelukkende består i:
i.å reise kapital ved emisjon av obligasjoner under tilsyn av de offentlige myndigheter, og
ii.å finansiere produksjonsvirksomhet ved midler de selv har skaffet til veie, eller som er fremskaffet av en medlemsstat, og/eller å erverve eierandeler i slik virksomhet, og
–hvis obligasjoner ved opptak til offisiell børsnotering sidestilles i den nasjonale lovgivning med obligasjoner som utstedes eller garanteres av staten.»

Tilsvarende dispensasjonsadgang følger av Rdir. 80/390 art. 6 punkt 3.

Direktivets unntak er etter gjeldende regler lagt til grunn ved tilbud som gjelder beløp mellom 300.000 og 5 millioner kroner. Det vises til forskrift 17. januar 1994 nr. 31 § 5 der børsen er tillagt kompetanse til å helt eller delvis frita for plikten til å utarbeide prospekt i de nevnte situasjoner.

Utvalget legger til grunn at unntaket i direktivets art. 5 bokstav a) vil omfatte obligasjoner utstedt av norske finansinstitusjoner. Det vises til at disse er regulert i særlov, er underlagt offentlig tilsyn og offentliggjør sine årsregnskaper. Utvalget foreslår i samsvar med direktivet, at børsen kan dispensere fra prospektreglene der finansinstitusjoner eller tilsvarende institusjoner utsteder obligasjoner eller andre omsettelige verdipapirer sidestilt med obligasjoner, som utstedes fortløpende eller gjentagende ganger. Bestemmelsen antas særlig å være aktuell ved løpende utvidelser av åpne lån. Det vises i denne forbindelse til børsforskriften § 20-2 om bl.a. at låntaker som utvider et børsnotert lån ikke behøver å utarbeide låneprospekt dersom det innenfor en periode på 3 måneder forut for søknaden om børsnotering, er offentliggjort prospekt i samsvar med forskriftens krav.

Når det gjelder unntaket som nevnt i direktivets art. 5 bokstav b) viser utvalget til det generelle unntaket som er foreslått for staten og Norges Bank. Utvalget antar at en dispensasjonsadgang i samsvar med direktivet vil omfatte statsforetakene (jf. lov 30. august 1991 om statsforetak) og statsbankene når disse utøver sin virksomhet på grunnlag av statsmonopol. Utvalget antar at det ut fra de konkrete forhold, kan være behov for helt eller delvis å kunne frita slike institusjoner fra plikten til å offentliggjøre prospekt. Det foreslås derfor en fritaksadgang i samsvar med direktivet. Utvalget viser imidlertid til at etter statsforetaksloven § 53 gjelder statens gjeldsansvar kun subsidiært, dvs. etter at selskapet er oppløst. Dette gjør at investorer etter omstendighetene vil kunne ha en betydelig likviditetsrisiko, og at dette kan gjøre det mindre naturlig for børsen å benytte sin dispensasjonsadgang. Utvalget viser også til at børsens dispensasjonsadgang må bygges på en konkret vurdering i slike tilfeller som ved andre avgjørelser etter den foreslåtte dispensasjonsbestemmelse.

Utvalget kan ikke se at unntaket som nevnt i direktivets art. 5 bokstav c) er praktisk i det norske markedet. Dispensasjon kan imidlertid være aktuelt i tilfeller der utenlandske institusjoner som oppfyller direktivets krav, tilbyr tegning eller kjøp av obligasjoner til det norske markedet. Dette gjelder for øvrig også de to ovenfor nevnte direktivfastsatte muligheter for helt eller delvis å frita fra plikten til å offent-

liggjøre prospekt. Utvalget legger til grunn at det bør være en tilsvarende dispensasjonsadgang i det norske regelverket som det som fremgår av direktivet. Dette medfører at det ikke bør fastsettes regler som er spesielt tilpasset de norske obligasjonsutstedende foretak som faller inn under direktivets formuleringer. Utvalget foreslår derfor en bestemmelse om at børsen helt eller delvis kan frita for plikten til å offentliggjøre prospekt når de verdipapirer som tilbys er obligasjoner eller andre omsettelige verdipapirer sidestilt med obligasjoner:

–som utstedes fortløpende eller gjentagende ganger av finansinstitusjon
–som utstedes av selskaper eller andre juridiske personer som utøver sin virksomhet på grunnlag av statsmonopol og hvis innlån er dekket av en ubetinget og ugjenkallelig statsgaranti
–som utstedes av juridiske personer som er stiftet i henhold til særlov og hvis obligasjoner ved opptak til offisiell børsnotering sidestilles i den nasjonale lovgivningen med obligasjoner som utstedes eller garanteres av staten.

Den tredje unntakshjemmelen kan brukes overfor andre foretak som har sine innlån garantert av staten. Utvalget peker imidlertid på at det eventuelt må gjøres klart at solvensrisikoen her er like begrenset som for obligasjoner som utstedes eller garanteres av staten. Prospektopplysninger kan likevel være nødvendig for å opplyse om likviditetsrisikoen, jf. det som er sagt ovenfor.

Utvalget forutsetter at dispensasjonsadgangen praktiseres i samsvar med Rdir. 89/298 art. 5.

10.3.5.2 Utelatelse av enkelte opplysninger i prospekt

Direktivene inneholder videre adgang for myndighetene til å tillate at enkelte opplysninger utelates i prospektet. I følge Rdir. 89/298 art. 13, jf. i hovedsak likelydende bestemmelse i Rdir. 80/390 art. 7 kan slik tillatelse gis:

> a)dersom opplysningene har liten betydning og ikke kan innvirke på vurderingen av utsteders aktiva og passiva, økonomiske stilling, resultater og utsikter, eller
> b)dersom fremleggelsen av disse opplysninger er i strid med offentlighetens interesse eller fører til at utstederen blir alvorlig skadelidende, i sistnevnte tilfelle forutsatt at unnlatelse av offentliggjørelse ikke kan virke villedende på offentligheten med hensyn til realiteter og omstendigheter som er av vesentlig betydning for vurderingen av verdipapirene.»

I tilfeller der tilbyder ikke er utsteder eller en som handler på utsteders vegne, kan det tillates at enkelte opplysninger som tilbyder normalt ikke vil være i besittelse av, utelates i prospektet, jf. Rdir. 89/298 art. 13 punkt 2. Denne bestemmelsen gjelder kun verdipapirer som ikke søkes børsnotert. Ved tilbud knyttet til verdipapirer som søkes børsnotert er det fastsatt enkelte særskilte regler i Rdir. 80/390 om hvilke opplysninger prospektet skal inneholde i tilfeller som nevnt.

Børsen kan etter gjeldende regelverk gi dispensasjon fra prospektkravene, i samsvar med direktivenes unntak, for opplysninger av liten betydning og opplysninger i strid med offentlighetens interesser. Det er videre i samsvar med Rdir. 89/298 art. 11 nr. 6, fastsatt at når enkelte av de opplysninger som skal gis viser seg å være lite hensiktsmessige i forhold til selskapets virksomhet eller rettslige form, skal det utarbeides et prospekt som gir tilsvarende opplysninger, der de aktuelle punktene blir tilpasset, jf. bl.a. børsforskriften § 15-1. For emisjoner i verdipapirer som ikke søkes børsnotert er det også tatt inn en dispensasjonsadgang i samsvar med Rdir. 89/298 art. 13 nr. 2. Utvalget foreslår at gjeldende regler videreføres. Dis-

pensasjonsreglene foreslås imidlertid tatt inn i loven. For tilfeller der tilbyder ikke er utsteder eller en som handler på utsteders vegne, forutsetter utvalget at dispensasjonsadgangen praktiseres i samsvar med Rdir. 80/390 art. 5 nr. 3 forsåvidt gjelder verdipapirer som søkes børsnotert. Regler om at opplysningskravene skal tilpasses i forhold til selskapets virksomhet og rettslige form, vil for øvrig kunne fastsettes i forskrift om opplysninger i prospekt, jf. *"Opplysninger i prospekt"* i punkt 10.3.7.

10.3.6 Krav til utarbeidelse av tegningsinnbydelse

Krav til utarbeidelse av tegningsinnbydelse følger både av Al. §§ 2-5 og 4-6 og forskrift 17. januar 1994 nr. 33 gitt med hjemmel i vphl. § 9.

Som nevnt skal det iht. forpliktelsene som følger av EØS-avtalen, utarbeides prospekt ved offentlige tilbud som omfattes av direktivene. Etter utvalgets syn kan en særskilt tegningsinnbydelse derfor anses unødvendig. Krav til tegningsinnbydelse ble i sin tid innført fordi det ble ansett viktig å gi nødvendig informasjon til investorene. Slik sett må kravene anses som den aktuelle form for investorbeskyttelse på et tidspunkt der prospekter ikke var vanlig i markedet. I dag er det på det rene at opplysninger i en tegningsinnbydelse sjelden eller aldri gir tilstrekkelig informasjon til å kunne foreta en forsvarlig vurdering av verdipapirene. Unntak kan imidlertid tenkes for visse typer obligasjonslån, eksempelvis statsobligasjonslån.

Når utgangspunktet i europeisk sammenheng nå er prospektkontroll, antar utvalget at kravene til utarbeidelse av tegningsinnbydelse ikke bør opprettholdes. Det bør være opp til utsteder å vurdere behovet for å gi markedet et kortsammendrag av prospektet i et eget dokument. Når det gjelder bruk av slikt kortsammendrag, annonser mv. i markedsføringen av offentlige tilbud, vises det til *"Nærmere om børsens prospektkontroll"* i punkt 10.3.9.3 nedenfor, der det foreslås at slike dokumenter skal forelegges børsstyret på samme måte som prospekter. Utvalget legger til grunn at tilsvarende opplysninger som idag fremgår av tegningsinnbydelse, i fremtiden skal fremgå av prospektet. Dette er i samsvar med kravene etter Rdir. 89/298, jf. 80/390 og med gjeldende prospektregler.

Ved en opphevelse av kravet til tegningsinnbydelse ved emisjoner som faller inn under børsstyrets kontroll, bør det vurderes om ikke også aksjelovens krav til tegningsinnbydelse bør oppheves. Utvalget antar det bør være opp til aksjelovutvalget å vurdere om det er behov for særskilte regler for emisjoner som rettes mot færre enn 50 personer eller gjelder beløp lavere enn NOK 300 000. Det forutsettes imidlertid at aksjelovens regler om tegningsinnbydelse, jf. § 2-5 annet ledd og § 4-6 tredje ledd, ikke skal komme til anvendelse der kapitalforhøyelsen er underlagt de prospektregler som foreslås i vphl.

Utvalgets forslag om å oppheve kravet til tegningsinnbydelse, medfører at forskrift 17. januar 1994 nr. 33 kan oppheves. I tillegg foreslås bestemmelsen i vphl. § 9 femte ledd bokstav a) om at Kongen kan gi forskrift om når tegning og tilsvarende erverv bare kan finne sted etter forutgående tegningsinnbydelse, opphevet. Utvalget legger forøvrig til grunn at departementet vurderer nødvendige tilpasninger i børsforskriften og de øvrige forskrifter om prospekter.

10.3.7 Opplysninger i prospekt

Utvalget viser til at reglene om hvilke opplysninger som skal gis i emisjonsprospektet nylig er fastsatt. Det legges til grunn at disse detaljerte reglene er gjennomarbeidet på bakgrunn av bl.a. EØS-forpliktelsene og at det derfor bør vises tilbakeholdenhet med å foreta endringer. Etter utvalgets syn bør imidlertid hovedprinsippene om hvilke opplysninger som skal inntas i prospekt, fremgå av loven. Det foreslås en

bestemmelse om at prospektet skal inneholde de opplysninger som, avhengig av særlige forhold hos utsteder og arten av de verdipapirer som tilbys, er nødvendig for at investorene skal kunne foreta en velfundert vurdering av utsteders aktiva og passiva, økonomiske stilling, resultater og utsikter og av rettigheter knyttet til verdipapirene. Bestemmelsen er i hovedsak likelydende med Rdir. 89/298 art. 11 og Rdir. 80/390 art. 4 (jf. Rdir. 89/298 art. 7), som også er tatt inn i forskrift av 17. januar 1994 nr. 31 § 1-2. Det vises også til børsforskriften § 14-1 siste punkt og § 20-1 annet punktum.

Utvalget legger til grunn at de nærmere kravene til opplysninger i prospekt fortsatt bør fastsettes i forskrift. Det vises forøvrig til at gjeldende forskrifter må tilpasses det nye anvendelses-området som foreslås for prospektreglene, herunder at disse skal anvendes også på kjøpsretter. Det foreslås forøvrig fastsatt i loven at børsen kan kreve at prospekt skal foreligge på norsk. Utvalget antar at det i mange tilfeller ikke vil være nødvendig å kreve oversettelse av prospektet. Eksempelvis vil det normalt kunne aksepteres prospekt utarbeidet på svensk, dansk eller engelsk. Ved tilbud utarbeidet på andre språk, vil børsen kunne kreve at prospekt oversettes til norsk med mindre det f.eks. utarbeides på engelsk.

Utvalget legger til grunn at det i forskrift om nærmere krav til opplysninger i prospekt, bør stilles mindre omfattende krav ved tilbud som gjelder verdipapirer som ikke søkes børsnotert. Dette er i samsvar med Rdir. 89/298 del III, og også gjeldende forskrifter, forsåvidt gjelder tilbud på mellom 300.000 og 5 millioner kroner. For tilbud på mer enn 5 millioner kroner er det i dag fastsatt prospektkrav i samsvar med Rdir. 80/390 uavhengig av om verdipapirene søkes børsnotert. Utvalget antar at det bør foretas en ny gjennomgang av forskriftene med sikte på forenklede krav i samsvar med Rdir. 89/298 for alle tilbud der verdipapirene ikke søkes børsnotert, jf. de gjeldende regler i forskrift 17. januar 1994 nr. 32.

Når det gjelder opplysninger om pris, viser utvalget til at det i Rdir. 89/298 er forutsatt at denne ikke må fremgå direkte av prospektet. Det fremgår av direktivets art. 11 punkt 2 b) at det skal gis opplysninger i prospektet om «verdipapirenes emisjonskurs dersom den er kjent; dersom den ikke er kjent på tidspunktet for utformingen av prospektet og nasjonale regler fastsetter det, fremgangsmåte og tidsplan for prisfastsettelse og betalingsmåte». Tilsvarende adgang til å fastsette prisen etter at prospekt er utarbeidet, foreligger ikke ved opptak av verdipapirer til børsnotering. Det vises til Rdir. 80/390 vedleggets oversikt A punkt 2.3.3 der det er fastsatt at følgende skal opplyses i prospektet:

> «Tegnings- eller salgskurs med angivelse av pålydende verdi, eller i mangel av den pålydende verdi, den bokførte papirverdi eller det beløp som skal kapitaliseres, overkurs ved tegning og eventuelt alle omkostninger som skal belastes tegneren eller kjøperen.»

Det fremgår av Rdir. 89/298 art. 7 at når en offentlig tegningsinnbydelse gjelder verdipapirer som søkes børsnotert, skal prospektets innhold fastsettes i samsvar med Rdir. 80/390 med den nødvendige tilpasning til forholdene omkring en offentlig tegningsinnbydelse. Verdipapirhandellovutvalget antar på denne bakgrunn at opplysninger om pris, vil følge Rdir. 89/298, uavhengig av om verdipapirene søkes børsnotert.

Etter utvalgets syn bør det i det norske regelverket, ikke stilles andre krav til opplysninger om pris i prospekt, enn det som følger av dette direktivet. Utvalget foreslår derfor at forskrifter utarbeides i samsvar med direktivene forsåvidt gjelder opplysninger om pris. Utvalget viser til at prisen bør kunne fastsettes så nær opp til tegnings- eller kjøpstidspunktet som mulig, eventuelt også ved auksjon, bookbuilding og lignende teknikker der dette vil være i samsvar med direktivet. Investorene

vil på denne måten få garantistens/tilbyders syn på verdien av verdipapirene på et så sent tidspunkt som mulig. I tillegg kommer at tilbyder vil få garantistenes og investorenes syn på hva som anses som riktig markedskurs, så sent som mulig. Dette bidrar til at tilbudskursen kan fastsettes mest mulig lik markedskursen på tidspunktet for aksept av tilbudet. En slik fremgangsmåte er forøvrig i samsvar med internasjonal praksis.

Utvalget finner det forøvrig hensiktsmessig at også regler om tillegg til prospekt, styrets ansvar for prospektet og børsstyrets adgang til å dispensere fra kravene til prospekt tas inn i loven. Utvalgets utkast er i samsvar med de bestemmelser som i dag fremgår av forskrifter.

10.3.8 Gjensidig anerkjennelse av prospekt

Dersom et prospekt er godkjent i en EØS-stat etter reglene i Rdir. 89/298 art. 20 skal prospektet anerkjennes eller anses å være i samsvar med lovgivningen i de andre medlemsstater der de samme verdipapirene tilbys samtidig eller med korte mellomrom, jf. direktivets art. 21 punkt 1. Det kan tas forbehold for en eventuell oversettelse. Myndighetene kan dessuten kreve at det i prospektet tilføyes opplysninger som er spesifikke for markedet der tilbudet fremmes. Som eksempler på slike opplysninger er nevnt inntektsskatteordningen, om de finansinstitusjoner som skal fungere som betalingsagent for tilbyderen, og om hvordan meldinger til investorene skal offentliggjøres.

Det følger av Rdir. 89/298 art. 21 punkt 2 at et prospekt som er godkjent i henhold til Rdir. 80/390 art. 24a, dvs. av kompetent myndighet der verdipapirene søkes børsnotert i flere EØS-stater, også skal anerkjennes i andre medlemsstater. Dette gjelder også om det er gitt delvis fritak eller dispensasjon i henhold til direktivet, forutsatt at:

a) denne type fritak eller dispensasjon godkjennes i den annen berørte medlemsstats forskrifter, og
b) de forhold som berettiger fritak eller dispensasjon, foreligger også i den annen berørte stat.»

De nevnte unntak er tatt inn i gjeldende forskrift om krav til prospekt ved emisjoner og tilsvarende erverv som er underlagt børsens kontroll etter vphl. § 9.

Verdipapirhandellovutvalget foreslår i samsvar med EØS-forpliktelsene en videreføring av disse unntakene. Det foreslås at Kongen kan fastsette nærmere regler om utarbeidelse og kontroll med prospekt når det fremsettes tilbud om de samme verdipapirer i flere EØS-stater samtidig eller med korte mellomrom. På bakgrunn av Rdir. 89/298 art. 24 legger utvalget til grunn at slik anerkjennelse ikke kan foretas i forhold til prospekter utgitt etter tredjelands regler. Det vises til at direktivets bestemmelse forutsetter at det er fellesskapet som «ved å inngå avtaler med en eller flere tredjestater i henhold til traktaten, på gjensidighetsbasis [kan] anerkjenne prospekter utgitt i forbindelse med en offentlig tegningsinnbydelse og kontrollert i samsvar med vedkommende tredjestats regler.»

Når det gjelder samordning av kontrollen med prospekter, viser utvalget til *"Samordningsregler"* i punkt 10.3.10.

10.3.9 Kontroll med tegningsmateriale

10.3.9.1 Kontroll eller registrering

Etter gjeldende regler foretas det i all hovedsak en forhåndskontroll av tegningsmaterialet ved emisjoner og tilsvarende erverv. For de emisjoner som gjelder beløp

mellom 300.000 og 5 millioner kroner og der verdipapirene ikke er eller søkes børsnotert, er det imidlertid kun stilt krav om at prospektet sendes til børsen for registrering, før det offentliggjøres.

Som tidligere nevnt har ikke EU-direktivet det samme skille som det norske regelverket forsåvidt gjelder beløpsgrenser. Direktivene fastsetter ulike regler avhengig av om de aktuelle verdipapirene søkes børsnotert eller ikke. Når det gjelder tilbud knyttet til verdipapirer som ikke er og heller ikke søkes børsnotert, er det ikke fastsatt krav til forhåndskontroll med prospektet. Prospektreglene ved slike tilbud omhandler hvilke opplysninger som skal gis samt offentliggjøring av slike. Det følger imidlertid av direktivets art. 14 at prospektet før offentliggjøring skal oversendes de instanser som er utpekt for dette formål i hver medlemsstat der verdipapirene tilbys. Ved tilbud som gjelder verdipapirer som søkes børsnotert følger det av Rdir. 80/390 art. 18 punkt 2 at prospektet ikke kan offentliggjøres før det er godkjent av vedkommende myndigheter.

Etter utvalgets syn bør det vurderes om det norske regelverket i fremtiden skal baseres på den samme ordningen som EU-direktivene, nemlig ulike ordninger avhengig av om de aktuelle verdipapirene søkes børsnotert. Utvalget viser til at det norske regelverket må anses å gis et utvidet anvendelsesområde i og med den foreslåtte presiseringen av at reglene gjelder ethvert offentlig tilbud uavhengig av om det innbys til tegning eller kjøp. På den annen side foreslås det også en begrensning av reglenes virkeområde ved at videresalg av børsnoterte verdipapirer ikke vil omfattes med mindre videresalget foretas innen 3 måneder etter utstedelsen av verdipapirene. Utvalget har ikke grunnlag for å vurdere hvilken praktisk betydning de foreslåtte endringer vil ha. Det antas imidlertid at det ikke bør fastsettes regler om forhåndskontroll ved ethvert tilbud som faller inn under regelverket.

Etter utvalgets syn er det naturlig å stille strengere krav til både hvilken informasjon som skal gis og kontroll med prospekt ved tilbud som gjelder verdipapirer som søkes børsnotert. Børsnotering innebærer at verdipapirene vil bli gjenstand for alminnelig omsetning. Hensynet til de enkelte investorer, men også markedet som sådan, tilsier derfor at det legges særlig vekt på at det gis tilfredstillende og utfyllende informasjon i forbindelse med tilbudet. Utvalget foreslår derfor en videreføring av kravet til forhåndskontroll ved tilbud som gjelder verdipapirer som søkes børsnotert. Utvalget minner for øvrig om at kapitalutvidelser ved utstedelse av aksjer i en aksjeklasse som allerede er børsnotert, anses å være gjenstand for søknad om børsnotering. Ettersom utvalget foreslår at også tilbud som gjelder børsnoterte verdipapirer skal omfattes i enkelte tilfeller, vil imidlertid denne sondringen ikke få større betydning i lovteksten. Utvalget foreslår at det skal foretas forhåndskontroll ved tilbud som gjelder verdipapirer som er eller søkes børsnotert.

Gjeldende verdipapirhandellov og børslov bygger i hovedsak på at investorenes vern i form av informasjon og myndighetskontroll er lavere ved investeringer i ikke-børsnoterte verdipapirer enn ved investeringer i børsnoterte verdipapirer. Et unntak er reglene om emisjonskontroll der innbydelse til tegning av ikke-børsnoterte verdipapirer gjelder et beløp høyere enn 5 millioner kroner. Etter utvalgets syn bør hensynet til investorene kunne anses tilstrekkelig ivaretatt ved de krav som Rdir. 89/298 forsåvidt gjelder opplysninger i prospekt og offentliggjøring av prospekt. Utvalget legger til grunn at reglene om forhåndsgodkjennelse i første rekke skal tjene som en særlig beskyttelse av hensyn til det organiserte annenhåndsmarkedet. Notoritetshensyn tilsier imidlertid at prospekt ved tilbud som gjelder verdipapirer som ikke søkes børsnotert, sendes børsen for registrering. Etter utvalgets syn er det tilstrekkelig at børsen i slike tilfeller oppbevarer prospektet på betryggende måte, uten at det foretas noen omfattende form for kontroll med prospektets innhold. Selv om det ikke skal påhvile børsen noen plikt til å kontrollere innholdet nærmere, antar

utvalget at børsen vil gjøre markedet oppmerksom på eventuelle åpenbare mangler eller feil i prospektene.

10.3.9.2 Kontrollorganet

Utvalget legger til grunn at prospektkontrollen bør forestås av børsen slik som emisjonskontrollen etter gjeldende regler. Slik kontroll må ses på som utøvelse av offentlig myndighet. Det er på det rene at forvaltningslovens regler kommer til anvendelse på børsens saksbehandling i forbindelse med kontrollen. Opprettelsen av Børsklagenemnda har gitt en betryggende klageordning. På bakgrunn av den praksis som er etablert antar utvalget at det også i fremtiden vil innebære ressursbesparelser at prospektkontrollen beholdes på børsen. I den grad det skulle gis endrede regler om børsvirksomheten, f.eks. i likhet med det som er gjort i andre nordiske land, antar imidlertid utvalget at spørsmålet bør vurderes på nytt. Kontrollen med tilbud som gjelder verdipapirer som søkes børsnotert vil, uavhengig av organisering, kunne foretas av den aktuelle børs. Utvalget viser forøvrig til at kompetansen til å forestå prospektkontroll vil kunne legges til andre regulerte markeder dersom det etableres slike. Det vises til drøftelsen i kap. 3 *"Regulerte markeder"* i punkt 3.2.3.4.

Etter gjeldende regler er kompetansen til å forestå emisjonskontrollen lagt direkte til børsstyret. Utvalget legger til grunn at kompetansen til å godkjenne prospekter bør tilligge børsen. Den praktiske fordeling av kontrollansvaret, må vurderes på bakgrunn av reglene om børsens ledelse i børsloven kap. 2. Det vises forøvrig til at børsstyrets kompetanse etter dagens regler, i stor grad er delegert til børsens administrasjon.

10.3.9.3 Nærmere om børsens prospektkontroll

Som det fremgår under *"Gjensidig anerkjennelse av prospekt"* i punkt 10.3.8, vil et prospekt som er godkjent i en EØS-stat etter reglene i Rdir. 89/298, anerkjennes eller anses å være i samsvar med lovgivningen i de andre medlemsstatene der de samme verdipapirene tilbys samtidig eller med korte mellomrom. Av hensyn til norske tilbydere som ønsker å fremsette offentlige tilbud i andre EØS-stater, anser utvalget det hensiktsmessig om de gis anledning til å anmode børsen om en forhåndsgodkjenning av prospektet, uavhengig av om det fremsettes et tilbud i det norske markedet som faller innenfor prospektkravene. Det vises til at tilbyderen da vil kunne utarbeide prospekt i henhold til et regelverk som må antas å være kjent, og senere kunne benytte dette i annen EØS-stat. Utvalget legger forøvrig til grunn at det vil være opp til børsen å vurdere om den har kapasitet til å foreta slik ikke-pliktig kontroll. Det forutsettes videre at børsen kan ta gebyr for slik godkjenning.

Når det gjelder børsens kontroll der det foreligger prospektplikt legger utvalget til grunn at gjeldende regler om at børsen ikke skal foreta noen direkte godkjenning av tilbudet og tegningsmateriale bør videreføres. Det vises til den begrunnelse som er gitt i Ot.prp. nr. 72 (1990-91). Utvalget vil for øvrig fremheve at selskapets styre alltid vil måtte ha ansvaret for en emisjon. Hovedansvaret for andre typer offentlige tilbud vil likeledes påhvile tilbyder selv. Børsen kan ikke overta dette ansvaret.

Etter gjeldende regler kan børsen nedlegge forbud mot en emisjon dersom børsstyret finner at tegningsmaterialet inneholder villedende eller ufullstendige opplysninger, eller det forøvrig ville være ulovlig å gjennomføre emisjonen. Med ufullstendige opplysninger menes bl.a. at prospektet må omtale de forhold som følger av prospektkravene. Det kan imidlertid gjøres unntak hvis opplysningene anses irrelevante. Det kan dessuten stilles tilleggskrav om nødvendig, jf. børsforskriften § 14-

3 og 15-1 annet ledd. Utvalget foreslår at det fremgår klarere av loven at børsen ved sin kontroll skal påse at prospekt ved offentlige tilbud ikke inneholder villedende eller ufullstendige opplysninger. Det foreslås dessuten presisert at kontrollen ikke strekker seg lengre enn til å påse at de nevnte krav er oppfylt i relasjon til opplysninger om forhold som må tillegges vekt ved bedømmelsen av spørsmålet om å tegne eller erverve de aktuelle verdipapirene.

Etter gjeldende regler fører børsen også kontroll med om det «forøvrig ville være ulovlig å gjennomføre emisjonen». Denne kontrollen er nærmere omtalt under *"Kontroll med emisjoners lovlighet m.v."* i punkt 10.3.9.4 om kontroll med emisjonens lovlighet m.v.

Gjeldende bestemmelse om at alt tegningsmateriale skal sendes børsstyret for kontroll senest én uke før det innbys til tegning, antas å ha begrenset betydning. Dette fordi selskapene i praksis vil ha underhåndskontakt med børsen forut for den formelle oversendelse av det endelige prospektet. For å sikre muligheten til en forsvarlig behandling i børsens ulike organer, foreslår utvalget likevel å opprettholde gjeldende frist. I samsvar med det endrede anvendelsesområde for reglene, foreslås fristen fastsatt til en uke før tilbud fremsettes. Utvalget viser forøvrig til at fristen gjelder i forhold til det tidspunkt der det fremmes tilbud som omfattes av prospektreglene. Sonderingen mht. interesserte investorer mv., vil normalt kunne foretas uten hensyn til fristen.

I henhold til forskrift 17. januar 1994 nr. 31 skal den som innbyr til tegning på forhånd oversende børsen annonser, kunngjøringer, oppslag og dokumenter som bekjentgjør innbydelsen til tegning og som er spredt eller stilt til rådighet for offentligheten. Børsen skal avgjøre om dokumentene skal kontrolleres før de offentliggjøres. Dokumentene skal opplyse om prospektet og angi hvor det er offentliggjort eller skal offentliggjøres. Bestemmelsen er i samsvar med Rdir. 89/298. Utvalget foreslår at den tas inn i loven.

Vphl. setter ingen tidsfrist for børsens kontroll, utover at børsstyret så snart som mulig skal meddele emittenten resultatet av kontrollen. I børsforskriften §§ 14-4 og 20-4 er det fastsatt at børsen skal avslutte sin kontroll snarest og senest innen en uke etter at endelig prospekt, tegningsinnbydelse og annet tegningsmateriale er mottatt. Ettersom det ikke skal foretas noen ordinær godkjenning av offentlige tilbud, legger utvalget til grunn at det ikke er behov for noen tidsfrist i loven. Utvalget er oppmerksom på at de praktiske problemer som kan oppstå ved et forbud fra børsens side, må antas å øke jo senere børsen fatter sin beslutning. Det legges imidlertid til grunn at nedleggelse av forbud mot gjennomføringen av et tilbud, etter at tilbudet er akseptert av en eller flere investorer, kun vil forekomme unntaksvis. Tilbyder vil uansett måtte forholde seg til mulighetene for å måtte reversere en transaksjon som følge av innsigelser basert på alminnelige avtale- og kjøpsrettslige prinsipper, eller aksjelovens ugyldighetsregler mv.

10.3.9.4 Kontroll med emisjoners lovlighet m.v.

I tillegg til å føre kontroll med at tegningsmateriale ikke inneholder villedende eller ufullstendige opplysninger, fører børsstyret etter vphl. § 9 kontroll med om det «forøvrig» ville være ulovlig å gjennomføre emisjoner.

I Ot.prp. nr. 72 (1990-91) s. 52 slutter departementet seg til forslaget fra arbeidsgruppen som hadde utredet spørsmål vedrørende regelverk og kontroll med emisjoner (jf. NOU 1990:6), og uttalte følgende:

> «Arbeidsgruppen foreslår i innstillingen en formulering som skal være mer dekkende for den kontroll børsen skal føre. Poenget er at børsen skal føre kontroll med at reglene om tegningsinnbydelser eller som knytter seg til dis-

> se blir fulgt. Reglene gjelder ikke bare tegningsinnbydelsens innhold, men også selve plikten til å utforme og kunngjøre tegningsinnbydelsen, plikten til å sende tegningsmateriale til børsen osv.
>
> Kontrollen med tegningsinnbydelsens innhold vil nå som før være det sentrale. Tegningsinnbydelsen må inneholde alle de opplysninger loven krever, og opplysningene må være faktisk riktige. Børsen skal begrense seg til en kontroll av tegningsinnbydelsens lovlighet, og skal ikke føre noen form for etablerings-kontroll.»

Det synes forutsatt i Ot.prp. nr. 72 at børsen ikke skal føre kontroll med annet enn at reglene om tegningsinnbydelsen er overholdt. Lovteksten er imidlertid utformet videre, idet det er spørsmål om det vil være ulovlig å gjennomføre emisjonen som er gjenstand for kontroll.

Når det gjelder øvrige aksjerettslige regler, sluttet departementet seg til arbeidsgruppens forslag om at også Foretaksregisteret må føre kontroll med selve plikten til å utforme og kunngjøre tegningsinnbydelser, og med at tegningsmaterialet innsendes til børsen. I denne forbindelse ble følgende lagt til grunn av arbeidsgruppen:

> «Foretaksregistrets kontroll med den selskapsbeslutning som danner grunnlaget for emisjonen (beslutninger om å stifte selskapet eller forhøye aksjekapitalen), berøres ikke av forslaget. Dersom f.eks. en overstemt minoritet mener at selskapets beslutning er ugyldig, og at emisjonen av den grunn må nektes registrert, kan Foretaksregistret etter omstendighetene måtte avgjøre spørsmålet prejudisielt.»

I praksis har det vist seg at foretaksregisteret i noen grad mangler kapasitet til å utføre den kontroll registeret er tillagt. Utvalget antar derfor at mulighetene for at det vil oppstå problemer i forbindelse med spørsmål knyttet til lovligheten av en emisjon, vil kunne øke dersom børsen ikke lenger skal ha et visst kontrollansvar. På den annen side antar utvalget at gjeldende bestemmelse om børsens kontroll bør presiseres noe. Utvalget er av den oppfatning at børsen skal kunne nedlegge forbud mot en emisjon dersom det etter børsens syn vil være ulovlig å gjennomføre emisjonen. Børsen bør imidlertid ikke tillegges et omfattende kontrollansvar forsåvidt gjelder emisjonens lovlighet. Utvalget foreslår forholdet til de ulovlige emisjonene reguleres ved en bestemmelse om at børsen kan nedlegge forbud mot et tilbud, dersom det anses ulovlig å gjennomføre tilbudet. Børsens adgang til å nedlegge forbud mot at et tilbud gjennomføres, vil etter forslaget omfatte tilbud om både tegning og kjøp. I praksis vil bestemmelsen antakelig ha størst betydning i forhold til tilbud om tegning av aksjer.

Utvalget viser forøvrig til at prospekt ved aksjeemisjoner, etter de forskrifter som er gitt, skal inneholde en erklæring fra advokat om at kapitalforhøyelsen er gyldig besluttet av kompetent selskapsorgan. Bestemmelsen gjelder de emisjoner som omfattes av børsstyrets kontroll. Etter utvalgets syn bør disse bestemmelsene videreføres i forskrift gitt i medhold av de nye reglene utvalget foreslår.

10.3.10 Samordningsregler

Det følger av Rdir. 89/298 art. 20 at når de samme verdipapirer samtidig eller med korte mellomrom tilbys offentligheten i flere medlemsstater og prospektet som utgis i forbindelse med den offentlige tegningsinnbydelsen er utformet i samsvar med Rdir. 80/390 med de nødvendige tilpasninger til forholdene omkring en offentlig tegningsinnbydelse, skal prospektet godkjennes av den medlemsstat der utstederen har sitt forretningskontor. En forutsetning er at offentlig tegningsinnbydelse

eller en eventuell søknad om opptak til offisiell børsnotering finner sted i denne medlemsstat.

Det følger av dette at børsen som hovedregel skal føre kontroll med norske selskapers emisjoner uavhengig av om disse legges ut kun i Norge eller også i utlandet. Tilsvarende vil prospekter ved emisjoner i verdipapirer utstedt av svenske selskaper, kontrolleres av svenske myndigheter selv om innbydelse til tegning også rettes til det norske markedet. Denne «arbeidsfordelingen» gjelder også ved tilbud om kjøp av verdipapirer.

Utvalget legger til grunn at direktivet må forstås slik at prospektet ved tilbud som gjelder kjøpsretter, skal godkjennes i den medlemsstat der utsteder av kjøpsrettene har sitt forretningskontor. Der kjøpsretter utstedes av privatpersoner som ikke har forretningskontor, antar utvalget at utsteders bopelsadresse må være avgjørende.

Et unntak fra de ovenfor nevnte reglene er etter art. 20 punkt 2, der medlemsstaten i utsteders hjemland i alminnelighet ikke krever forhåndskontroll av prospekter. I slike tilfeller skal den som fremmer tilbudet, velge kontrollmyndigheten i en av de medlemsstater der tilbud fremmes, og som i alminnelighet krever forhåndskontroll av prospekter som utgis i forbindelse med offentlige tilbud. Som nevnt foreslår utvalget en videreføring av gjeldende regler om forhåndskontroll av prospekter ved offentlige tilbud som gjelder verdipapirer som søkes børsnotert. I forhold til direktivet vil dette medføre at Oslo Børs skal føre kontroll med tilbud som gjelder utenlandske verdipapirer og som fremsettes i Norge, uavhengig av om emisjonen også legges ut i utsteders hjemland, sålenge hjemlandsmyndighetene ikke krever forhåndskontroll. Dersom tilbudet fremmes i flere land som har forhåndskontroll, vil tilbyder kunne velge hvilken kontrollmyndighet vedkommende ønsker å forholde seg til.

I tilfeller som faller inn under børsens kontroll etter de regler som her foreslås, vil børsens kompetanse i en del tilfeller måtte være bundet, idet den må anerkjenne prospekter utarbeidet etter reglene i andre EØS-stater. De nærmere regler om gjensidig anerkjennelse av prospekter er omtalt under *"Gjensidig anerkjennelse av prospekt"* i punkt 10.3.8. Som nevnt der foreslår utvalget en bestemmelse om at Kongen kan fastsette nærmere regler om utarbeidelse og kontroll med prospekt når det fremsettes tilbud om de samme verdipapirer i flere EØS-stater samtidig eller med korte mellomrom. Utvalget legger til grunn at det med hjemmel i denne bestemmelsen skal utarbeides regler i samsvar med direktivene både når det gjelder gjensidig anerkjennelse av prospekter, og hvilke myndigheter som skal kontrollere prospektet.

10.3.11 Offentliggjøring

Kunngjøring av tegningsinnbydelse skal etter vphl. § 9 annet ledd skje i en avis som er alminnelig lest på stedet. Tegningsinnbydelsen skal dessuten kunngjøres i Norsk Lysingsblad senest innen utløpet av den periode tegning kan finne sted. Når kravet til å utarbeide særskilt tegningsinnbydelse nå foreslås opphevet, må også disse særreglene endres.

Det følger av Rdir. 89/298 art. 14 at prospektet før offentliggjøring skal oversendes myndighetene i det land der offentlig tilbud fremsettes. Etter art. 15 skal prospektet offentliggjøres eller stilles til rådighet for offentligheten i den medlemsstat tilbud fremsettes, i samsvar med de regler medlemsstaten fastsetter. Prospektet skal imidlertid offentliggjøres senest på det tidspunkt da tegningsinnbydelsen åpnes for offentligheten.

Ved offentlige tilbud som gjelder verdipapirer som søkes børsnotert kan prospektet i henhold til Rdir. 80/390 art. 18 punkt 2, ikke offentliggjøres før det er godkjent av vedkommende myndigheter. Prospektet skal offentliggjøres enten

- ved innrykk i en eller flere dagsaviser som er landsdekkende eller har stor utbredelse i den medlemsstat der verdipapirene søkes opptatt til offisiell notering, eller
- i form av en brosjyre som vederlagsfritt skal stilles til rådighet for offentligheten på kontorene til den eller de fondsbørser der verdipapirene søkes opptatt til offisiell notering, samt på utsteders forretningskontor og hos de finansinstitusjoner som skal fungere som betalingsagent for utsteder i medlemsstaten der det søkes om opptak til offisiell notering.»

I tillegg skal enten det fullstendige prospekt eller en melding om hvor offentligheten kan skaffe seg det, innrykkes i en publikasjon utpekt av de medlemsstater der verdipapirene søkes opptatt til offisiell notering, jf. Rdir. 80/390 art. 20. Prospektet skal offentliggjøres innen en rimelig tidsfrist, fastsatt av myndighetene, før den dag offisiell notering begynner, jf. art. 21. I relasjon til offentlige tilbud som gjelder verdipapirer som søkes børsnotert, legger utvalget til grunn at fristen må fastsettes til et tidspunkt før det åpnes for tegning eller kjøp i henhold til tilbudet. Det er forøvrig åpnet adgang for å fastsette enkelte unntak fra fristene i art. 21 punkt 2 og 3.

Verdipapirhandellovutvalget anser det hensiktsmessig at reglene om offentliggjøring av prospekt, i størst mulig grad er de samme ved offentlige tilbud uavhengig av om tilbudet gjelder verdipapirer som søkes børsnotert. Det foreslås at prospektet skal offentliggjøres senest dagen før tilbudet kan aksepteres.

Det foreslås en videreføring av gjeldende regel om kunngjøring i avis. Det foreslås imidlertid presisert at det er prospektet eller melding om hvor prospektet kan innhentes, som skal kunngjøres. Det foreslås dessuten at kunngjøring skal skje i riksdekkende dagsavis og ikke i en avis som er alminnelig lest på stedet, som etter gjeldende regler. Denne endringen er allerede tatt inn i forskriftene om emisjonsprospekter og anses nødvendig på bakgrunn av Rdir. 80/390 art. 20.

På bakgrunn av forslaget om å oppheve kravene til tegningsinnbydelse, har utvalget vurdert om kravene til kunngjøring i Norsk Lysingsblad bør oppheves. Det vises til at trykningstiden i Norsk Lysingsblad er for lang til at det ved tilbud med korte akseptfrister, vil være mulig å få kunngjort prospektet før akseptperioden er utløpt. De notoritetshensyn kunngjøringen ifølge bestemmelsens forarbeider skulle ivareta, vil etter utvalgets syn være tilstrekkelig ivaretatt ved en videreføring av gjeldende bestemmelse om at børsen skal oppbevare tegningsmaterialet i minst ti år. Utvalget viser forøvrig til at det følger av Rdir. 89/298 art. 10 at fullstendig prospekt eller en melding om hvor prospektet er offentliggjort og hvor offentligheten kan skaffe seg det, skal innrykkes i en publikasjon utpekt av den medlemsstat der den offentlige tegningsinnbydelsen fremsettes. Utvalget legger til grunn at en bestemmelse om at prospektet skal kunngjøres i en riksdekkende avis, fyller dette direktivkravet og at det ikke er behov for noen regel om kunngjøring i Norsk Lysingsblad i tillegg. Kravet til kunngjøring i Norsk Lysingsblad foreslås etter dette opphevet.

Det foreslås videre at prospektet skal stilles vederlagsfritt til disposisjon for almenheten på tilbyders forretningskontor, på samtlige steder der akseptblankett er lagt ut, og på andre måter som børsen fastsetter. Tilsvarende bestemmelse fremgår i dag av forskriftene om emisjonsprospekter. Bestemmelsen anses i samsvar med EU-direktivene, jf. art. 10 nr. 3, sml. 89/298 del III.

Som nevnt tidligere skal alle annonser, oppslag mv. som er ment å offentliggjøres i forbindelse med et tilbud som gjelder verdipapirer som søkes børsnotert, på

forhånd oversendes børsen. Børsen skal avgjøre om disse skal kontrolleres før de offentliggjøres. Tilsvarende bestemmelse er ikke foreslått ved tilbud som gjelder verdipapirer som ikke søkes børsnotert. Utvalget legger imidlertid til grunn at det også ved slike tilbud bør stilles enkelte krav til annonser mv. Det foreslås at enhver kunngjøring, annonse mv. skal inneholde opplysninger om at den er ufullstendig og om hvor prospektet kan innhentes. Bestemmelsen er i samsvar med den bestemmelse som gjelder i dag, med enkelte språklige endringer.

Utvalget viser forøvrig til at annonser mv., må utformes i samsvar med de alminnelige regler som følger av markedsføringsloven, samt reglene i vphl. om god forretningsskikk. EU-direktivene åpner for at medlemsstatene kan nekte spredning av annonser mv. før prospektet er tilgjengelig. Utvalget finner ikke grunn til å foreslå et slikt forbud, men legger til grunn at annonser mv. ikke på noe tidspunkt bør formidles til investorene sammen med tegnings- eller kjøpsblankett. Prospektreglene er fastsatt for å gi investorene mulighet til å vurdere tilbudet på bakgrunn av riktige og fullstendige opplysninger om verdipapirene og utstederen. Det bør derfor ikke legges til rette for at tilbudet skal kunne aksepteres uten at de nevnte opplysninger er praktisk tilgjengelig. Utvalget foreslår at det presiseres i loven at akseptblankett bare skal kunne sendes ut sammen med fullstendig prospekt.

10.3.12 Frister for tegning/kjøp

Det følger av aksjeloven § 4-6 tredje ledd og § 2-5 annet ledd at dersom det er bestemt eller må regnes med at aksjer vil bli tegnet av personer som ikke fra før er aksjeeiere, og som heller ikke etter avtale er forbeholdt aksjene, kan aksjetegning tidligst finne sted 14 dager etter at tegningsinnbydelse er kunngjort i Norsk Lysingsblad og i minst en annen avis som er alminnelig lest på stedet. I Ot.prp. nr. 36 (1993-94) er bestemmelsen foreslått opphevet i forbindelse med en samordning av aksjelovens og vphls regler om emisjoner. Verdipapirhandellovutvalget slutter seg til at 14 dagers fristen bør oppheves. Det vises til at fristen i vphl. § 9 annet ledd er antatt å gå foran aksjelovens frist ved emisjoner som omfattes av emisjonskontrollen.

Av hensyn til tilbyder legger utvalget til grunn at tiden mellom fastsettelse av tilbudsprisen og tegningsperiodens utløp bør kunne settes forholdsvis kort. Det vises til at tilbyder i denne perioden vil bære risikoen for kursutviklingen. Dersom kursen stiger over tilbudskursen vil tilbyderen få inn mindre enn det markedet kunne vært villig til å betale. Ved aksjeemisjoner vil dette kunne få en negativ utvanningseffekt for selskapets tidligere aksjonærer dersom emisjonen ikke gjennomføres med fortrinnsrett for tidligere aksjonærer og samtlige benytter seg av sin fortrinnsrett. Dersom kursen på selskapets aksjer synker under emisjonskursen, vil det normalt ikke være mulig å få fulltegnet emisjonen. Ved de fleste emisjoner vil det være avgitt fulltegningsgarantier. Risikoen ved å garantere en fulltegning til en på forhånd fastsatt kurs øker jo lenger tiden er fra fastsettelse av tegningskurs til tegningsperiodens utløp. Dette vil reflekteres i hvorvidt det er mulig å etablere et garantikonsortium og det vederlag som betales til garantistene. Tilsvarende hensyn vil kunne gjøre seg gjeldende ved tilbud om kjøp av verdipapirer. Også ved f.eks. et spredningssalg før børsintroduksjon, vil det kunne være ønskelig å etablere et garantikonsortium.

Utvalget legger til grunn at fristene i det norske regelverket bør samsvare med de frister som følger av EU-direktivene. Det antas at dette vil medvirke til at tilbydere kan dekke sine eventuelle behov for garantister både i det norske og i utenlandske markeder. Det foreslås etter dette at gjeldende 4-dagers regel oppheves og erstattes av et krav til at prospekt skal offentliggjøres senest dagen før tilbudet kan aksepteres.

Det følger av aksjeloven § 4-4 punkt 4 at tegningsperioden i tilfeller der aksjeeierne kan tegne seg i henhold til fortrinnsrett ikke kan være kortere enn 14 dager regnet fra det tidspunkt tegningslistene legges fram. Bestemmelsen er foreslått videreført i Ot.prp. nr. 36 (1993-94). Verdipapirlovutvalget legger til grunn at en slik videreføring er i samsvar med Annet selskapsdirektiv art. 29 nr. 3 der det fremgår at fortrinnsretten skal utøves innen en frist på minst 14 dager fra tilbudet er offentliggjort eller underretningene til aksjeeierne er avsendt.

Utvalget legger for øvrig til grunn at tilbyder vil fastsette perioden fra annonsering av prospektet til tilbudet kan aksepteres, samt tilbudsperioden, utfra verdipapirenes art samt hvilke investorer de henvender seg til. Det vises i denne sammenheng til at vphl. § 5 om kravet til god forretningsskikk (som foreslås videreført), må anses å være til hinder for at det fastsettes urimelig korte akseptperioder.

10.3.13 Ugyldig tegning

Det følger av vphl. § 10 at tegning av verdipapirer ikke er bindende dersom tegningsinnbydelsen inneholder villedende eller ufullstendige opplysninger om forhold som må tillegges vekt ved bedømmelsen av spørsmålet om å tegne verdipapirer. Hver av partene kan forelegge spørsmålet for børsstyret til avgjørelse.

Bestemmelsen om at spørsmålet om ugyldighet kan forelegges børsstyret *til avgjørelse* ble tatt inn som en erstatning for børsens tidligere uttalelsesadgang, ved lovendring i 1991. Departementet uttalte i denne forbindelse bl.a. følgende i Ot.prp. nr. 72 (1990-91) s. 58:

> «Det er departementets oppfatning at slike tvister bør søkes løst administrativt før en eventuell domstolsprøvelse, jf. også regelen i tvistemålsloven av 1915 § 437. Dette vil kunne innebære effektivitetsgevinster bl.a. fordeler ved raskere saksbehandling. Hensynet til en konsekvent og enhetlig praksis taler etter departementets oppfatning også for en slik løsning.»

Bestemmelsen om at tegning av verdipapirer ikke er bindende dersom tegningsinnbydelsen inneholder villedende eller ufullstendige opplysninger, kommer i tillegg til de alminnelige regler som følger av avtaleloven og som er presisert i aksjeloven. Det særskilte med bestemmelsen i vphl. er at avgjørelsen av spørsmålet er tillagt børsstyret. I praksis vil derfor tegnerne og selskapet ha mulighet til å få avgjort holdbarheten av slike innsigelser vesentlig raskere enn for domstolene. Dette kan være av stor betydning, særlig for det selskap som skal innhente kapitalen. Selv om børsstyrets vedtak kan påklages til Børsklagenemden, vil det foreligge en raskere avklaring enn ved domstolsbehandling, med mindre Børsklagenemdens vedtak bringes inn for domstolene for overprøving etter reglene om kontroll med forvaltningsvedtak.

I tillegg til at børsstyrets avgjørelse vil gi en rask avklaring av ugyldighetsspørsmålet, kommer at det vil gis en felles samordnet avgjørelse for alle tegnerne.

Hensynet til en rask og samordnet avklaring av ugyldighetsinnsigelser må vurderes i forhold til de betenkeligheter som kan foreligge når den samme instans både fører kontroll med tegningsmaterialet og vurderer senere innsigelser mot dette. Det vil kunne hevdes at Børsstyrets behandling av en sak etter § 10 kan bli influert av at børsstyret har foretatt kontroll med emisjonen og i denne forbindelse ikke hatt innsigelser på et tidligere tidspunkt. Eventuelle betenkeligheter med dette må imidlertid anses ivaretatt ved adgangen til å påklage børsstyrets vedtak til Børsklagenemnda samt adgangen til å bringe Børsklagenemdens vedtak inn for domstolene.

Utvalget foreslår etter dette en videreføring av vphl. § 10 om at en tegning av verdipapirer ikke er bindende dersom prospektet inneholder villedende eller ufull-

stendige opplysninger om forhold som må tillegges vekt ved bedømmelsen av spørsmålet om å tegne verdipapirer. På bakgrunn av det endrede anvendelsesområdet for prospektreglene, foreslås bestemmelsen gjort gjeldende for både tegning og kjøp i henhold til offentlige tilbud.

Det foreslås forøvrig presisert at børsens avgjørelse vil ha virkning for alle aksjeeiere i selskapet. Enhver som har tegnet seg i henhold til tilbudet vil dermed anses ubundet, uavhengig av om vedkommende har forelagt sin konkrete sak for børsen til avgjørelse. Børsens vurdering av om tegningsinnbydelsen inneholder villledende eller ufullstendige opplysninger om forhold som må tillegges vekt ved bedømmelsen av spørsmålet om å tegne verdipapirene, må dermed foretas utfra en objektivisert vurdering.

Det foreslås en videreføring av gjeldende bestemmelse om at innsigelse om at en tegning av aksjer ikke er bindende, må fremsettes før kapitalforhøyelsen er registrert i Foretaksregisteret. Innsigelse om at tegning av andre verdipapirer ikke er bindende, foreslås å måtte fremsettes uten ugrunnet opphold.

10.3.14 Salg av tegningsretter

Utvalget foreslår å oppheve vphl. § 11 om at børsstyret kan pålegge selskapets styre å treffe vedtak om bl.a. å selge ubrukte tegningsretter, slik at verdien kommer de aksjeeiere til gode som ikke har nyttet eller avhendet tegningsretten. Etter utvalgets syn bør regler til beskyttelse av aksjonærenes selskapsrettslige rettigheter fremgå av aksjeloven. Særlig gjelder dette når vphl. nå foreslås å ha prospektregler for offentlige tilbud, uavhengig av om disse gjelder tegning eller kjøp.

10.3.15 Overtredelse av regelverket om offentlige tilbud

Det følger av vphl. § 62 annet ledd nr. 2 at den som forsettlig eller uaktsomt overtrer §§ 9-11 om emisjonskontroll, straffes med bøter eller fengsel inntil 1 år. Medvirkning straffes på samme måte, jf. § 62 tredje ledd. Etter straffeloven § 274 straffes med fengsel inntil 4 år den som «i oppfordring til å delta i stiftelse eller utvidelse av aksjeselskap eller annet selskap med økonomiske formål eller om overtagelse av lån til slikt selskap gir uriktige eller villedende opplysninger av betydning for bedømmelse av foretagenet.» Det følger videre av straffeloven § 273 at «den som sprer uriktige eller villedende opplysninger for å påvirke priser på varer, verdipapirer eller andre gjenstander, eller medvirker hertil, straffes med fengsel inntil 4 år.» Etter vphl. § 9 femte ledd bokstav g kan Kongen gi forskrifter om fastsettelse av overtredelsesgebyr ved brudd på regler gitt i eller i medhold av lovens kapittel om emisjoner. Slike forskriftsbestemmelser er ikke gitt.

Utvalget antar at det er behov for regler om straffesanksjonering ved overtredelse av plikten til å utarbeide prospekter ved offentlige tilbud. Tilsvarende gjelder ved overtredelse av plikten til å sende prospektet til børsen. Utvalget foreslår en videreføring av gjeldende regler om at forsettlig eller uaktsom overtredelse av reglene om plikt til å utarbeide prospekt, samt reglene om innsendelse av prospekt til børsen, straffes med bøter eller fengsel inntil ett år, eller begge deler.

Det å gi villedende eller uriktige opplysninger i prospekt bør også være straffesanksjonert. Som nevnt vil dette allerede i en viss grad være straffesanksjonert etter straffelovens §§ 273 og 274. De nevnte bestemmelser gjelder imidlertid bare ved forsettlig overtredelse, jf. straffeloven § 40. Medvirkning straffes ikke ved overtredelse av § 273. Utvalget foreslår på denne bakgrunn en videreføring av gjeldende bestemmelse i vphl. § 62 om at forsettlig eller uaktsom overtredelse av plikten til å gi opplysninger straffes med bøter eller fengsel inntil 1 år, samt at medvirkning

straffes på samme måte. Det foreslås presisert at det ikke er enhver overtredelse av de foreslåtte bestemmelser om opplysninger i prospekt som skal sanksjoneres, men kun de tilfeller det gis villedende eller uriktige opplysninger.

KAPITTEL 11

Handel i derivater

11.1 INNLEDNING

11.1.1 Derivatkontrakter

Et derivat er en avtale om en handel som kan eller skal skje på et fremtidig tidspunkt til en pris som fastsettes i dag. Det som skal handles kalles derivatets underliggende aktivum. Verdien av derivatet bestemmes bl.a. av forholdet mellom avtalt pris og markedspris. Etter som verdien avledes av verdier på det underliggende aktivum, har produktene fått navnet derivat (latin for avledning). De ulike derivatene som eksisterer er alle varianter av terminer og opsjoner.

I en terminavtale har både kjøper og selger rett og plikt til å foreta den fremtidige transaksjonen til avtalt pris. Den avtalte prisen settes normalt slik at det ikke foretas betalinger mellom partene på inngåelsestidspunktet. Terminer handles som futures og forwards. Futures er en avtale der det i en bestemt periode skal skje en løpende avregning mellom partene på bakgrunn av endringer i verdien til det underliggende aktivum. Det underliggende aktivumet leveres ikke ved utløpet av avtaleperioden. Forwards er en avtale om levering av det underliggende aktivumet på et fastsatt fremtidig oppgjørstidspunkt.

I en opsjonsavtale har kjøperen av opsjonen rett, men ikke plikt til å kreve avtalen innfridd, mens utstederen har plikt men ikke rett til å innfri opsjonen. Kjøperen betaler et beløp (opsjonspremie) til utstederen ved inngåelsen av kontrakten, som vederlag for retten til å utøve opsjonen. En særlig type opsjoner som har vært i sterk utvikling i det internasjonale markedet de siste årene er såkalte warrants. Tradisjonelle warrants utstedes av selskapet selv på egne aksjer. Oppfyllelse av kontrakten skjer ved utstedelse av nye aksjer. Såkalte covered warrants utstedes av investorer på aksjer de eier i et annet selskap.

I finansmarkedet vil betegnelsen derivat først og fremst benyttes om finansielle kontrakter hvis verdi avhenger av verdien på verdipapirer, valuta eller rente. I tillegg kan betegnelsen benyttes for kontrakter hvis verdi avhenger av verdien på varer. Eksempler på derivatkontrakter er opsjoner, terminer og swapper. En swap er betegnelsen på et byttelån for et nærmere bestemt tidsrom til avtalte kurser/renter. Swappen består av en spot- og en terminforretning knyttet til hverandre.

Den fremtidige transaksjonen som skal foretas i henhold til en derivatkontrakt kan være kjøp eller salg av derivatets underliggende aktivum. Der derivatet har verdipapirer som underliggende vil derivatkontrakten kunne gi rett til tegning av verdipapirer dersom kontrakten er utstedt av det selskap som utsteder de underliggende verdipapirer. Slike tegningsretter er tradisjonelt ikke omtalt som opsjoner eller terminer (men ofte som utsteder warrants). Opsjoner eller terminer som gir rettigheter til kjøp av verdipapirer kan utstedes enten av det selskap som utsteder de underliggende verdipapirene eller av andre personer eller selskaper.

Finansielle derivater er med på å fordele økonomisk risiko i det marked de handles i. For en som allerede har en posisjon i derivatets underliggende aktivum, kan derivater benyttes til å sikre posisjonen mot kursfall. Eksempelvis kan et rentederivat benyttes til å separere renterisikoen på en obligasjon fra kredittrisikoen, og styre renterisikoen for seg. Tilsvarende vil valutarisiko kunne fjernes eller reduseres ved å inngå valutaterminkontrakter, valutaswapper eller valutaopsjoner. Derivater

kan også benyttes som et kortsiktig investeringsalternativ hvor sannsynligheten for å oppnå høy prosentvis avkastning eller tap er stor.

Aktørene i finansmarkedet handler derivater i ulike markeder. På Oslo Børs er det etablert handel i standardiserte, børsnoterte opsjoner og terminer. Opsjonene og terminene er avledet av aksjer, obligasjoner og en aksjeindeks. Handelen i dette markedet foretas under medvirkning av en oppgjørssentral.

I valuta- og rentemarkedet handles det terminer, swapper, opsjoner og futures som er avledet av valuta og renter. De største aktørene i dette markedet er de store bankene. Dette markedet omfatter handel foretatt som del av bankenes alminnelige kapitalforvaltning, men også handel som foretas på vegne av kunder og mot kunder. Handelen med derivater i det norske bankmarkedet foretas ikke under medvirkning av oppgjørssentral.

Det er vanskelig å etablere noe klart skille mellom de ulike derivater som handles i de ulike markedene. Eksempelvis vil renteterminer kunne handles som obligasjonsfutures i det standardiserte markedet ved Oslo Børs, eller som en fremtidig renteavtale (FRA) i bankmarkedet. En FRA er en rentekontrakt der to avtaleparter blir enige om å bytte differansen mellom markedsrente og en forhåndsavtalt fast rente, på et fremtidig fastsatt tidspunkt. På bakgrunn av de noe uklare skillene mellom ulike derivater har utvalget valgt å gi en redegjørelsen for det norske derivatmarkedet samt gjeldene rett, inndelt etter hvilket marked de ulike derivatene handles i. Under *"Utvalgets vurderinger"* i punkt 11.5 om utvalgets vurderinger behandles de derivater som er avledet av verdipapirer, rente og valuta under ett. Dette på bakgrunn av at slike derivater er foreslått å skulle omfattes av en fremtidig definisjon av finansielle instrumenter, jf. NOU 1995:1. Varederivater behandles i et eget punkt avslutningsvis.

11.1.2 Risikospørsmål knyttet til derivater

Derivater kan gi investorene større fleksibilitet når det gjelder styring av risiko i porteføljen. Instrumentene inneholder imidlertid de samme risikokomponenter som tradisjonelle finansielle instrumenter, dvs. markedsrisiko, oppgjørs- og kredittrisiko, operasjonell risiko og juridisk risiko. Med markedsrisiko menes risiko for verdiendringer som følge av endringer i renter, valutakurser, aksjekurser m.v. Med oppgjørs- og kredittrisiko menes risiko for tap som følge av at en motpart misligholder sine forpliktelser. Som operasjonell risiko regnes risiko knyttet til utilstrekkelige kontrollsystemer, menneskelig svikt m.v. Juridisk risiko er risiko for tap fordi en inngått kontrakt ikke kan gjennomføres på grunn av rettslige forhold.

De nevnte risiki vil ved derivathandel på samme måte som ved handel i andre finansielle instrumenter, kunne medføre systemrisiko, herunder problemer i oppgjørssystemene som kan forplante seg til andre aktører i markedet. Systemrisiko er risiko for forstyrrelser som er i stand til å skape en systemkrise. Som systemkrise regnes en forstyrrelse som i alvorlig grad svekker, og i verste fall fører til sammenbrudd i det finansielle systemet. En slik krise kan oppstå på ulike måter. For å kunne anses som en systemkrise legges det tradisjonelt til grunn at den må kunne medføre svekkelse av minst én av finanssystemets tre nøkkelfunksjoner; kredittallokering, betalingsformidling eller prisingen av finansielle aktiva.

Styringen av markedsrisiko på en stor derivatportefølje kan være svært komplisert og stille store krav til kompetanse og risikokontroll. Det nevnes at «Group of Thirty» (en selvfinansiert privat organisasjon med eksperter fra forskjellige organisasjoner knyttet til finansmarkedene) har gitt en rekke anbefalinger til derivatbrukere for styrking av risikostyringsteknikker og prosedyrer. Kredittilsynet har i rundskriv 51/94 gitt institusjoner under tilsyn enkelte råd ved eventuell bruk av deriva-

ter. Kredittilsynet fremhever som en viktig hovedregel at «ingen bør oppta handel med derivatprodukter uten nødvendige kunnskaper og systemer for forsvarlig forvaltning».

Når det gjelder oppgjørsrisikoen knyttet til derivathandel, er situasjonen forskjellig i de tre markeder. Ved handel med børsnoterte derivater må oppgjørsrisikoen anses å være liten fordi handelen normalt foretas gjennom en oppgjørssentral som er motpart for begge parter i kontrakten. Oppgjørssentralen krever sikkerhet for kontraktene i form av margininnbetalinger. Dersom oppgjørssentralen har tilfredsstillende sikkerhetsrutiner og kapitalreserver, vil oppgjørsrisikoen derfor være betydelig redusert. I markedet for rente- og valutaderivater, der bankene er market makere, foregår oppgjøret med kjent motpart, bankene er underlagt soliditetskrav og bankenes kredittvurderingssystemer har så langt ivaretatt bankenes egen oppgjørsrisiko. I OTC-markedet for derivater på aksjer og obligasjoner foregår ikke handelen nødvendigvis med kjent motpart, samtidig som oppgjørssentralens sikringsrutiner ikke er i virksomhet. I dette markedet kan oppgjørsrisikoen etter omstendighetene være betydelig.

Derivater kan være forholdsvis komplekse produkter, og vil derfor kunne være særlig utsatt for risiko knyttet til utilstrekkelige kontrollsystemer, menneskelig svikt, og mangelfull ledelse/styring (operasjonell risiko). Også denne type risiko må antas å være mer begrenset ved handel i børsnoterte derivater enn ved handel utenfor børs. Disse vil være standardisert i en slik grad at det gir bedre muligheter til å etablere tilfredsstillende oppfølgingsrutiner. Utvalget viser for øvrig til at et av problemene i Barings Bank-saken var manglende koordinering og informasjonsutveksling mellom børsene. Dette medførte at Barings Bank kunne bygge opp betydelige posisjoner på flere børser uten at det ble stilt spørsmål ved den risiko som ble pådratt samlet sett. Uavhengig av det ansvar som påligger den enkelte investor, kan det på denne bakgrunn stilles spørsmål ved om det er behov for tilfredsstillende oppfølgingsrutiner ikke bare innen det enkelte omsetningssystem, men også i forhold til handel i flere omsetningssystemer.

Juridisk risiko, dvs. risiko for tap som følge av at en inngått kontrakt ikke kan gjennomføres, vil kunne oppstå f.eks. som følge av manglende dokumentasjon, at en motpart ikke har lovlig rett til å inngå kontrakten, usikkerhet om lovligheten av en kontrakt, eller problemer med å gjennomføre en kontrakt i konkurs eller konkurslignende situasjoner. For derivater med standardisert avtaleutforming må denne risikoen antas å være mindre enn ved ikke-standardiserte kontrakter. Når det gjelder risiko forbundet med gjennomføringen av en kontrakt i konkurssituasjoner, viser utvalget for øvrig til *"Motregning (netting)"* i punkt 11.5.5.1 om motregning (netting) under.

De nevnte risiki, er ikke spesielle for derivatmarkedet. Enkelte særtrekk ved derivatmarkedet kan imidlertid tyde på at risikonivået i dette markedet kan være høyere enn i de tradisjonelle finansmarkedene. Plassering i derivater krever liten kapitalinnsats i forhold til plasseringer med tilsvarende gevinst- og tapsmuligheter i de underliggende markeder. Spekulasjonsmulighetene er derfor betydelig større for en gitt kapitalinnsats. Dette kan tiltrekke seg aktører som prioriterer gevinstmuligheter på bekostning av risikobegrensning. Market making i derivater synes dessuten å være sterkere konsentrert enn annen handel i finansielle instrumenter bl.a. fordi det er stordriftsfordeler knyttet til handelssystemet og kostnadsmessige fordeler knyttet til sikring av store porteføljer. I en market maker basert handel kan en slik konsentrasjon medføre økt systemrisiko dersom f.eks. en aktørs beslutninger kan påvirke et helt marked. Dersom transaksjoner mellom market makere utgjør en stor andel av totale transaksjoner, kan dette dessuten innebære at market makerne har så store kreditteksponeringer overfor hverandre at mislighold fra en stor aktør

medfører alvorlige smitteeffekter på andre aktører. De nevnte virkninger må imidlertid antas å variere avhengig av de aktuelle derivater, herunder om disse er basert på rente, valuta, verdipapirer eller varer. Under normale markedsforhold vil for øvrig økt handel i derivater kunne bidra til økt effektivitet i prising av risiko. Det vises til at derivatmarkedet kan være med på å dempe prisfall fordi forventningene om prisfall diskonteres gjennom utstedelse av salgsopsjoner, og gjennom aktiviteten i futures- og terminmarkedet. I perioder med store prisbevegelser kan det imidlertid tenkes at derivatmarkedene påvirker prisingen i de underliggende markedene, slik at finansmarkedenes sårbarhet overfor prisfall forsterkes. I tillegg til de nevnte forhold kommer at rask produktutvikling og vekst i et marked, vil kunne innebære at myndighetenes oppfølgingsrutiner og aktørenes egne rapporterings- og kontrollsystemer ikke videreutvikles i tilstrekkelig grad. Den operasjonelle risikoen i derivatmarkedene må derfor anses høyere enn i de tradisjonelle finansmarkedene.

De risiki som er nevnt kan være ulike avhengig av hvilke derivater som handles samt hvilke markeder de ulike derivatene handles i.

11.2 DET NORSKE DERIVATMARKEDET

11.2.1 Derivathandel gjennom norske institusjoner

Det norske markedet, herunder norske finansinstitusjoners handel i utlandet, ble undersøkt av Norges Bank i april 1995 som ledd i en global undersøkelse av valuta- og derivatmarkedene. Undersøkelsen er dokumentert av Marianne Sturød i Penger og Kreditt 4/1995. I henhold til undersøkelsen var utestående beholdning pr 31. mars 1995 og handel i april 1995 som vist i tabell 11.1 og 11.2.

Tabell 11.1: Utestående derivatbeholdning pr. 31. mars 1995 (mill. USD)

Instrument	Valuta	Rente	Aksje	Råvarer
FRA	-	142 962	-	-
Swap*	123 400	16 601	0	0
Futures	119	31 496	4	0
OTC-opsjon	3 596	2 408	81	22
Opsjon o/børs	9	1 425	91	0
Totalt (USD mill.)	127 124	194 892	176	22

–Tall for valutaswapper inkluderer også rene valutaterminer («outrights»).

Kilde: Norges Bank

Tabell 11.2: Omsetning i de norske valuta- og rentederivatmarkedene. Gjennomsnitt pr. dag

Instrument	Valuta	Rente
FRA	-	1 400,0
Ekte terminer («outrights»)	231,1	-
Swap	3 917,2	32,8
Futures	0,5	1 091,9
OTC-opsjon	40,6	21,2
Opsjon o/børs	0,3	265,2
Totalt (USD mill.)	4 189,7	2 811,1

Kilde: Norges Bank

Til begge tabellene er å bemerke at rapportører er de fleste banker og fondsmeglere, og den del av handelen på Oslo Børs som gikk gjennom andre enn rapportørene er ikke kommet med i statistikken. Dette innebærer en liten underrapportering av børshandelen (futures og opsjoner).

Tallene over utestående derivatbeholdning viser at det norske derivatmarkedet domineres av handel i valuta- og rentederivater. Det alt vesentligste av denne handelen skjer i OTC-markedet. Kontrakter som omsettes over børs stod for bare 10 prosent av samlet utestående derivatbeholdning ved utgangen av mars 1995. Det noteres ikke valutaderivater på Oslo Børs.

Forholdet mellom utestående beholdning og omsetning er vesentlig høyere i OTC-markedene enn i børsmarkedene. Undersøkelsen viste at forholdet mellom beholdning og omsetning for hele april (17 handelsdager) var henholdsvis om lag 3 og 1,5 for de to markedene. Dette skyldes at en investor som ønsker å redusere den renterisikoen en bestemt beholdning av rentefutures innebærer, kan selge av sin beholdning på børsen. For å redusere en liknende eksponering i FRA-markedet inngår institusjonen en ny kontrakt som oppveier den opprinnelige, helt eller delvis. På denne måten innebærer de to avlastningsteknikkene en ulik utvikling i utestående kontraktsvolum.

Den høye aktiviteten i OTC-markedet skyldes bl.a. at dette markedet har eksistert i langt flere år enn de fleste tilsvarende børsmarkeder. Markedet tilbyr langt flere produkter, og aktørene gis større frihet til valg av kontraktstyper med hensyn til størrelsen på underliggende kontraktsbeløp, løpetid m.m. Dette gir muligheter til å «skreddersy» kontrakter til for eksempel sikringsformål.

11.2.2 Derivatmarkedet på Oslo Børs

Oslo Børs noterer aksjeopsjoner, aksjeindeksopsjoner, aksjeindeksfutures og obligasjonsfutures. Aksjeopsjonene er basert på de underliggende aksjene Aker A, Bergesen B, Hafslund A, Norsk Hydro, Saga A og Kværner A. Obligasjonsfutures er basert på de underliggende obligasjonslånene S465 (5,75 Norske Stat 1993/2004), S463 (9,5 pst. Norsk Stat 1992/2002) og S462 (9 pst. Norsk Stat 1992/1999). Aksjeindeksopsjoner og aksjeindeksfutures er basert på OBX-indeksen som er en kapitalveiet indeks satt sammen av de 25 mest omsatte aksjeklassene på Oslo Børs. I 1994 ble det omsatt følgende antall kontrakter (med prosentvise endringer fra 1993 i parentes):

aksjeopsjoner	685 720	(-23,2 pst.)
aksjeindeksopsjoner	423 800	(9,5 pst.)
aksjeindeksfutures	4 151	(-6,1 pst.)
obligasjonsfutures	209 188	(640,6 pst.)

En aksjeopsjon skal etter gjeldende regelverk gjelde 100 underliggende aksjer. Aksjeindeksopsjoner og aksjeindeksfutures er basert på indeksen multiplisert med 100. Obligasjonsfutures er basert på underliggende obligasjoner for NOK 1 million. Det gjøres oppmerksom på at den høye prosentvise økningen i antall omsatte obligasjonsfutures må ses på bakgrunn av at handelen startet 18. juni 1993.

Pr. 30. juni 1995 var 25 foretak autorisert som opsjonshandlerforetak. Av disse var fem foretak registrert som market maker i opsjoner (tre i OBX-indeksen og to i aksjeopsjoner), elleve foretak registrert som market maker i obligasjonsfutures og to foretak registrert som market maker i både opsjoner og obligasjonsfutures.

Market makernes handel utgjorde i 1994 37 pst. av handelen i aksjeopsjoner, 34 pst. av handelen i indeksopsjoner og 49 pst. av handelen i obligasjonsfutures. Privatinvestorers handel i derivatmarkedet ved Oslo Børs utgjorde i 1994 ca. 31 pst. av handelen i kjøpsopsjoner og ca. 29 pst. av handelen i salgsopsjoner. Private investorer har således en høyere andel av handelen i derivatmarkedet enn i aksjemarkedet der andel av handelen i 1994 var 6,8 pst.. Pr. 30. juni 1995 var det ca. 450 aktive kunder i dette derivatmarkedet.

Opsjoner og futures notert på Oslo Børs handles i hovedsak gjennom den såkalte blokkordredesken. Et unntak gjelder obligasjonsfutures som handles gjennom handelsstøttesystemet på samme måte som aksjer og obligasjoner. Ved handel over blokkordredesken melder opsjonshandlerforetakene (fondsmeglerforetak eller annet foretak med særskilt tillatelse til å være opsjonshandlerforetak) inn sine ordre pr. telefon til blokkordredeskens ansatte. Blokkordredesken noterer alle innkomne ordre og videreformidler disse via handelsstøttesystemet og over telefon. Når to ordre motsvarer hverandre slutter blokkordredesken handelen. Blokkordredesken har for øvrig en aktiv rolle for å finne motparter til en transaksjon. Blokkordredesken registrerer handelen i handelsstøttesystemet med angivelse av den serie opsjonen eller futuren tilhører, kurs, antall opsjoner og futures, og tidspunkt for registrering. Børsen overfører registrerte handler til VPS og Norsk Opsjonssentral (NOS). Ved mottakelse av slik registrering trer NOS inn i avtalen som part overfor opsjonshandlerforetakene. Opsjonshandlerforetakene registrerer handler de formidler eller foretar i daglig journal i VPS. Ved registreringen blir sluttkunden berettiget og forpliktet overfor NOS som part i handlene. VPS gir samme dag NOS informasjon om registreringen på investorkonto.

VPS utfører de normale kontotjenestene overfor kontoeierne og kontoførerne. I tillegg påtar de seg oppgaver på vegne av NOS knyttet til oppgjørsberegning, innløsning og uttrekning samt avregning ved bortfall av indeksopsjoner. NOS benytter også VPS' distribusjonssystem for sine rapporter og lister til meglerforetakene.

Derivatmarkedet ved Oslo Børs har ikke hatt den utvikling som ble antatt ved oppstart i 1990. Et unntak er omsetningen av obligasjonsfutures som i utgangspunktet økte sterkt etter oppstart av markedet i 1993. Omsetningen av obligasjonsfutures har imidlertid falt i 1995. Omsetningen i derivatmarkedet på Oslo Børs for øvrig, økte frem til januar 1992. I 1993 stagnerte utviklingen og omsetningen har i årene deretter sunket. Omsetningen synes imidlertid å øke i 1995. Statistikk fra Oslo Børs viser at daglig gjennomsnitt på antall kontrakter pr. 30. september 1995 var 18 pst.

høyere enn i 1994. I de fleste land har det i tilsvarende periode vært en sterk vekst i disse markedene. Årsakene til utviklingen i det norske markedet kan være mange, og ulike aktører har ulik oppfatning av hva som har vært de mest begrensende faktorer i utviklingen. Lav likviditet anses som noe av hovedproblemene i det norske markedet. Den lave likviditeten kan delvis begrunnes i at en del store institusjonelle investorer ved oppstart av markedet på Oslo Børs ikke hadde anledning til å handle derivater, samt at flere av disse ikke handler opsjoner og terminer etter at det er lagt til rette for dette i regelverk og rammevilkår. Andre årsaker som har vært nevnt er det gjeldende regelverket og kostnadsnivået.

Den lave likviditeten i derivatmarkedet medfører at det blir større forskjell mellom kjøps- og salgskurser (spread) enn det som er vanlig i markeder med høy likviditet. Selv om avgiftsnivået og provisjonssatsene ikke nødvendigvis er høyere i Norge enn i andre land, blir det likevel dyrere å handle derivater i Norge på grunn av stor spread.

I tillegg til det standardiserte markedet har det utviklet seg et stort marked for utstedelse av ikke-standardiserte opsjoner. Som det fremgår under *"Gjeldende rett"* i punkt 11.3 om gjeldende rett, vil slike ikke-standardiserte derivater ikke kunne være beregnet på alminnelig omsetning. Disse vil derfor i svært begrenset grad bli omsatt i annenhåndsmarkedet. Pr. 30. juni 1995 besto åpen balanse for ikke-standardiserte opsjoner av kontrakter med til sammen 12.434.243 underliggende aksjer. Totalt var opsjonspremien for de aktuelle kontraktene NOK 108.312.751. De ikke-standardiserte opsjonene knytter seg i meget begrenset grad til de aksjer som det handles standardiserte aksjer på over Oslo Børs. Dette kan tilsi at bruk av det standardiserte markedet og det ikke-standardiserte markedet kan ses som supplerende mekanismer for etablering av rettigheter og plikter i verdipapirmarkedet.

I tillegg til det standardiserte børsmarkedet og de nevnte ikke-standardiserte opsjoner, er det i det norske verdipapirmarkedet i enkelte tilfeller blitt utstedt standardiserte kjøpsretter i forbindelse med spredningssalg av aksjer. Et bestemt antall kjøpsretter med lik løpetid, pris og vilkår for øvrig, er utstedt av en eller en gruppe større aksjonærer, og tilbudt solgt til allmennheten. Slike kjøpsretter omtales internasjonalt som covered warrants.

11.2.3 Samarbeid mellom aktører i det norske og det svenske verdipapirmarkedet

Oslo Børs, Norsk Opsjonssentral, OM Stockholm og OMLX (OM London) er i ferd med å legge siste hånd på et avtaleverk om fremtidig samarbeide. Avtalens formål er å innlede et langsiktig samarbeid for å tilby medlemmene på Oslo Børs og NOS felles handel og clearingtjenester med medlemmer hos OM og OMLX.

Bakgrunnen for dette samarbeidet fra norsk side, er tro på at dette kan gi den ønskede likviditetsøkning i det norske marked – utover den det forventes at norske aktører kan skape alene. I tillegg kommer tro på en økt makedseksponering for norske produkter. Det vises i denne sammenheng til at gjennomsnittlig antall kontrakter i aksjebaserte derivatprodukter i perioden januar – september 1995 var for Oslo Børs: ca 5200, for OM-gruppen ca 83.000.

Samarbeidet vil også gi en ny handelsteknikk. OM's teknologi er utprøvet og moderne og gir etter Oslo Børs' syn effektive handelsprosedyrer for opsjonshandlerne. Det legges opp til et system med integrasjon av ordrebøker og handelsregler kombinert med effektiv bruk av moderne teknologi. Dermed vil norske opsjoner kunne handles i OM og OMLX på linje med svenske og engelske instrumenter.

Avtaleverket består av samarbeidsavtaler om handel og om clearing, prosjektavtale om utvikling av systemer og en drift- og support-avtale om driften av systemet, samt en del noe mer teknisk orienterte avtaler.

Det fremtidige system som betegnes som LEC-systemet, ventes i drift 3. kvartal 1996.

Samarbeidet vil omfatte norske, svenske og engelske derivatprodukter basert på aksjer og aksjeindekser. Avtalene omfatter ikke rente- eller pengemarkedsinstrumenter.

Hver part skal i følge Oslo Børs selv beslutte hvilke instrumenter som skal tas opp til notering på egen børs. Instrumenter som tas opp til notering av alle parter, kalles «fellesnoterte instrumenter» og er gjenstand for felles handel.

Det er partenes intensjon at Oslo Børs' medlemmer skal handle fellesnoterte instrumenter på Oslo Børs, mens OMs børsmedlemmer skal handle slike instrumenter på OM (og tilsvarende for OMLX). OMs og Oslo Børs' medlemmer skal bare kunne handle slike instrumenter direkte på den annen børs gjennom særskilt medlemskap og direkte teknisk oppkopling mot denne. Det samme gjelder om man vil handle instrumenter som bare er notert på den annen børs.

Partenes regelverk skal harmoniseres så langt dette er praktisk mulig. Krav og vilkår som stilles til market makere i samme instrument skal være de samme uavhengig av om man er market makere på OM eller Oslo Børs, og skal følge reglene i instrumentenes hjemland.

Handelen skal skje i OMs elektroniske børshandelssystem samt via et samarbeid mellom de manuelle handelssystemer hos partene. Det vil for Oslo Børs ikke være noen tekniske oppgaver forbundet med selve markedsplassen, da OM vil ha det fulle ansvaret for operativ drift, vedlikehold og utvikling.

Handelen i de respektive instrumenter vil følge åpningstiden til «hjemme»-børsen. Således vil all handel i norske instrumenter være stengt på dager hvor Oslo Børs er stengt, f.eks. 17. mai. Markedet vil være åpent for norske instrumenter selv om det svenske markedet er stengt for svenske instrumenter.

Handel foretatt av medlemmer på Oslo Børs skal cleares i NOS, og OMs medlemmers handel skal cleares i OM. Det skal skje informasjonsutveksling mellom OM og NOS/VPS vedrørende clearing og verdipapirregistrering.

OMs nettverk, OMnet, som gir opsjonshandlerne tilgang til systemet, vil fra et knutepunkt på Oslo Børs gi aktørene adgang til markedsplassen. Opsjonshandlerne vil ha arbeidsstasjon med programvare, nettverk og kommunikasjonsenhet, samt linje mot knutepunktet hos Oslo Børs. Det vil også være anledning til å handle over telefon mot Oslo Børs manuelle handleplass, denne vil benytte OM's spesielle programvare utviklet for å utføre oppdrag på vegne av opsjonshandlerne.

11.2.4 Markedet for rente- og valutaprodukter

I valutamarkedet handles følgende instrumenter:

–spot: forretning mellom to banker om kjøp av en valuta mot en annen.

–valutafuture: børsnotert future på store valutaer på enkelte dager i året.

–valutaopsjoner: en ikke-standardisert bilateral avtale (heretter kalt en OTC) som gir en rett, men ikke plikt, til å selge eller kjøpe en valuta til en bestemt kurs innenfor en bestemt periode. Det er også et velfungerende internasjonalt marked for børsnoterte opsjoner på valutafutures.

På rentesiden i bankene handles det i følgende instrumenter:

–innskudd og utlån

–sertifikater og obligasjoner

–terminer: en terminkontrakt er en OTC om utveksling av en valuta mot en annen på et fremtidig tidspunkt. Den norske terminrenten, også kalt swap-renten, bestemmes implisitt av forholdet mellom valutakursen i dag, valutakursen på det angjeldende tidspunktet og dollarrenten i perioden. Man kan også si at gitt valutakursen i dag samt den norske og amerikanske terminrenten, er det definert en valutakurs på et fremtidig tidspunkt. Denne vil, i et perfekt marked, være den samme som kursen som genereres i det børsnoterte markedet for valutafutures. Det eksisterer imidlertid ikke noen future på den norske valutakursen.
–FRA (fremtidig rente avtale): en FRA er en OTC som definerer en rente på et fremtidig tidspunkt. FRA-renten bestemmes av terminrenten.
–korte rentefutures: for en rekke utenlandske valutaer finnes det børsnoterte futures på korte renter. Dette er det samme som en standardisert FRA.
–futures på obligasjoner: en future på en obligasjon er i prinsippet det samme som en kort future. I motsetning til en kort future, har en lang future imidlertid et definert underliggende *papir*, i form av en statsobligasjon. I likvide markeder benyttes futures langt oftere enn obligasjoner.
–renteswap: en renteswap er en OTC som medfører et bytte av rentestrøm.
–renteopsjoner på obligasjoner, korte og lange futures: en opsjon er en rett, men ikke en plikt, til å selge eller kjøpe et instrument til en gitt kurs før eller på et bestemt tidspunkt. Opsjoner kan enten være OTC eller børsnoterte. Rentecaps og -floors er eksempler på OTC renteopsjoner.

En OTC innebærer at banken påtar seg en kredittrisiko. For et børsnotert instrument, vil en oppgjørssentral påta seg kredittrisikoen mot en løpende justering av en marginkonto.

Av renteinstrumentene over, er det bare innskudd og utlån og sertifikater og obligasjoner som ikke er et off-balance instrument, eller derivat. Off-balance instrumenter kan løst defineres som instrumenter hvor det ikke skjer et kontantutlegg før forretningen gjøres opp. Felles for OTC-instrumentene at de sjelden reverseres direkte, noe som i større utstrekning gjøres for børsnoterte instrumenter. Dersom man ikke skulle ønske å sitte med den eksponeringen man har påtatt seg gjennom for eksempel en FRA-kontrakt, vil man inngå en motsatt forretning med den markedsdeltageren som stiller den beste prisen og ikke gå tilbake til motparten og si at man ønsker å gjøre opp den spesifikke kontrakten. Bruttovolumet av kontrakter blir derfor svært stort.

Det er ikke organisert børshandel i de valuta- og rentederivater som omsettes i bankmarkedet.

En undersøkelse foretatt at Norges Bank i april 1995 viser at omsetningen i det norske valutamarkedet i denne måneden ble målt til USD 129,7 milliarder. Etter at andelen av spottransaksjoner (handel med oppgjør om to virkedager) ble redusert fra nesten 70 pst. i 1989 til 36 pst. i 1992, har denne andelen i 1995 økt til 45 pst.. Samtidig er andelen av termintransaksjoner (handel med utsatt oppgjør og valutabytteavtaler) redusert fra 63,1 pst. i 1992 til 54,4 pst. i 1995. Andelen futures- og valutaopsjonsforretninger er uendret siden 1992, og utgjorde fortsatt bare 0,5 pst. av valutaomsetningen.

Det er ikke fastsatt lovbestemte krav til margininnbetalinger eller lignende sikkerhetsstillelse ved handel i valuta- og rentederivater omsatt utenfor børs i Norge. Soliditetsmessige minstekrav knyttet til bankenes kredittrisiko er ivaretatt gjennom de fastsatte kapitaldekningskrav. Markedsrisikoen skal dekkes gjennom de kapitaldekningskrav som vil fastsettes på bakgrunn av CAD. Enkelte sikkerhetsrutiner ligger også i at bankene normalt opererer med forhåndsklarerte kredittrammer for kunder. I tillegg må bankene påse at engasjementer med enkeltkunder ligger innenfor

det som følger av finansieringsvirksomhetsloven § 2-10 med tilhørende forskrifter. Ved handel over et visst nivå vil det vanligvis kreves sikkerhet i form av pantsettelse e.l.

Børsmarkedet for rentederivater er mer aktivt enn for valutaderivater, og nesten 17 prosent av utestående rentederivatkontrakter var handlet over børs. Det norske markedet for obligasjonsfutures har bare eksistert siden juni 1993, og det noteres per i dag futures på tre underliggende statslån. En vesentlig del av norske finansinstitusjoners handel i rentefutures foregår på utenlandske børser. Det handles da i stor grad i tyske eller amerikanske rentefutures på kortsiktige pengemarkedsinstrumenter.

FRA-markedet er det best utviklede av rentederivatmarkedene i Norge. Det begynte å utvikle seg et marked for slike kontrakter våren 1987. Norges Bank har samlet inn frivillig statistikk over FRA-er på norske renter fra august 1989. Først i 1992 fikk markedet et betydelig volum. Norges Banks undersøkelse fra april 1995 omfatter også FRA-er på andre renter og målt i underliggende kontrakts-beløp var samlet utestående verdi per utgangen av mars 1995 nesten USD 143 milliarder. Det er flere årsaker til at det er høy aktivitet i FRA-markedet. De er svært likvide, slik at det er lite kostnader knyttet til FRA-ene. Det er dessuten lav risiko knyttet til dem fordi kontraktene i stor grad er mellom finansinstitusjoner. Dessuten fungerer det underliggende kontraktsbeløpet kun som beregningsgrunnlag for verdien av kontrakten ved forfall. Kontrakten gjøres opp samme dag som den fremtidige renteperioden starter på grunnlag av differansen mellom den avtalte FRA-renten og en valgt referanserente. Lave rentedifferanser og kort gjennomsnittlig renteperiode på kontraktene bidrar dermed til at verdiene som faktisk kommer til oppgjør, utgjør en svært liten andel av det underliggende beløpet.

Det norske OTC-markedet for valutaderivater har utviklet seg kraftig etter en endring i reguleringen av bankenes valutavirksomhet som ble gjennomført som prøveordning for enkelte banker fra november 1978 og på varig basis for alle valutabanker fra april 1980. Norges Bank har publisert statistikk over bankenes netto terminposisjoner mellom kroner og valuta siden desember 1983.

Det har således vært en ikke ubetydelig aktivitet i markedet for rente- og valutaderivater utenom børs i henholdsvis 5 og 15 år, og markedet har i dag, slik det er vist, et stort omfang. Finansinstitusjonenes valutavirksomhet har vært regulert for å begrense valutarisiko, og CAD-reguleringen vil binde egenkapital i forhold til den risiko som tas både for rente- og valutaderivater. For øvrig har det ikke vært reist krav om ytterligere regulering av finansinstitusjonenes virksomhet eller kontraktsforhold i disse markedene.

11.2.5 Varederivatmarkedet

Det er ikke etablert organiserte markeder i tradisjonelle varederivater i Norge. For mange norske bedrifter er imidlertid handel i derivater knyttet til f.eks. olje, metall og korn i utenlandske markeder av stor betydning. Dette gjelder f.eks. Statoil, Statkorn, Norsk Hydro AS og Elkem AS.

Etter ikrafttredelsen av energiloven i 1991 som la grunnlaget for et fritt kraftmarked i Norge, har en fått en fremvekst av kontrakter av finansiell karakter innen kraftmarkedet. Allerede fra 1972 har man i Norge hatt et spotmarked mellom produsenter, større distribusjons- og engrosverk og større industribedrifter med egen kraftproduksjon. Norge var også det land som først åpnet for fri markedsadgang for sluttbrukere uavhengig av størrelse. Norge er derfor blant de første land hvor det har vært grunnlag for et organisert marked for kraftderivater.

Markedet for og handelen i finansielle kontrakter i kraftmarkedet, må ses på bakgrunn av den generelle organiseringen av det norske kraftmarkedet. Statsforetaket Statnett SF har ansvaret for å bygge og drive sentralnettet samt ansvaret for å sikre balanse mellom produksjon og forbruk til enhver tid. Statnett SF's heleide datterselskap Statnett Marked AS er gitt konsesjon etter energiloven § 4-2 til å organisere markeder for fysisk krafthandel og å forestå avregning og oppgjør med tilhørende betingelser. Statnett Marked fungerer som børs og som oppgjørssentral.

Statnett Marked har omsatt kraft på tre ulike markeder; døgnmarkedet, ukemarkedet og regulerkraftmarkedet. Regulermarkedet er et redskap for å justere den kortsiktige balansen mellom produksjon og forbruk i kraftsystemet. I døgnmarkedet foretas det daglig en ordredrevet lukket budrunde. Ukemarkedet har blitt benyttet til prissikring av fremtidige kjøps- og leveranseforpliktelser, og det kan også benyttes alene ut fra forventninger til fremtidig prisutvikling. Kontrakter kan handles hver uke for kjøp og salg inntil 2 år frem i tid. Det er i dette markedet det har utviklet seg rene finansielle kontrakter.

Inntil høsten 1995 kunne innehaver av rettigheter etter finansielle kontrakter i ukemarkedet velge fysisk levering (i spotmarkedet) eller finansiell avregning på leveringstidspunktet. Statnett Marked har fra oktober 1995 etablert et marked for futures-kontrakter der det foretas en kontinuerlig verdivurdering av kontraktene med løpende marginavregning mellom partene i forhold til markedspris, frem til levering. Statnett Marked trer inn som motpart i handelen og har etablert et marginsikkerhetssystem i likhet med det som benyttes for børsnoterte verdipapirderivater.

Det foregår ikke organisert handel i Norge i andre varederivater enn kraftderivater. Norske bedrifter deltar imidlertid som nevnt i handelen av varederivater i utenlandske markeder. Utvalget er ikke kjent med i hvilken grad det i Norge foregår handel utenfor børs i andre varederivater enn kraftderivater. Undersøkelsen av utestående kontrakter som Norges Bank gjennomførte ved utgangen av mars 1995 tyder ikke på at norske institusjoner i særlig grad bistår som mellommann ved handel med slike derivater i utenlandske markeder.

11.3 GJELDENDE RETT

11.3.1 Opsjoner og terminer som handles på Oslo Børs

11.3.1.1 Innledning

Handel med opsjoner og terminer til verdipapirer er regulert i vphl. kap. 2a, der det er gitt regler om offentlig kursnotering av handelen, samt regler om at handelen skal skje under medvirkning av en oppgjørssentral. Utfyllende regler er gitt i forskrift av 8. desember 1994 nr. 1091 om handel med opsjoner og terminer (opsjonsforskriften), samt standardvilkår for handel med opsjoner og futures ved Oslo Børs og clearing av handel i NOS fastsatt av børsstyret ved Oslo Børs 12. desember 1994. Forsettlig eller uaktsom overtredelse av vphl. kap. 2a med tilhørende forskrifter er straffebelagt, jf. vphl. § 62 annet ledd.

Opsjonsforskriften 8. desember 1994 ble fastsatt av Finansdepartementet på bakgrunn av forslag fra en arbeidsgruppe bestående av Oslo Børs, Norsk Opsjonssentral, Norges Fondsmeglerforbund og Verdipapirsentralen. Forskriften inneholder generelle og offentligrettslige rammer for handelen i verdipapirderivater, mens detaljregler av mer privatrettslig karakter fastsettes av børsstyret i standardvilkårene. Forskriften kan sies å medføre en liberalisering i forhold til tidligere forskrift av 26. mai 1992. Det vises bl.a. til at reglene om sikkerhetsstillelse etter regelverksendringen i hovedsak fastsettes av børsstyret, bl.a. etter forslag fra opsjonssentra-

len, samt at det tidligere kravet om sikkerhetsstillelse på NOK 15 millioner for market makere nå er opphevet. I tillegg kommer at forskriften er betydelig forenklet.

Finansinstitusjoners og verdipapirfonds adgang til å handle opsjoner og terminer til verdipapirer fremgår av det særlige regelverk som regulerer institusjonenes virksomhet. Disse reglene vil ikke bli omtalt i det følgende.

Det norske regelverket (heretter: opsjonsregelverket) omfatter i hovedsak standardiserte opsjoner og terminer. En nærmere redegjørelse for det generelle virkeområdet for opsjonsregelverket følger i *"Generelt om opsjonsregelverkets virkeområde"* i punkt 11.3.1.2. I *"Kjøpsretter mv"* i punkt 11.3.1.3 er det redegjort for enkelte omsettelige opsjoner av typen kjøpsretter, som er unntatt fra opsjonsregelverket, og i *"Ikke-standardiserte opsjoner og terminer"* i punkt 11.3.1.4 gis det en kort redegjørelse for ikke-standardiserte opsjoner og terminer. I *"Opsjoner og terminer notert på utenlandsk børs"* i punkt 11.3.1.5 gis en kort redegjørelse for det norske regelverkets betydning i relasjon til opsjoner og terminer notert på utenlandsk børs. Utvalget vil deretter gi en nærmere redegjørelse for de mer detaljerte regler når det gjelder børsens organisering av handelen, opsjonssentralens rolle og reglene om sikkerhetsstillelse og oppgjør.

11.3.1.2 Generelt om opsjonsregelverkets virkeområde

Det følger av vphl. § 11a første ledd at Kongen fastsetter hvilke opsjoner eller indeksopsjoner som «til enhver tid vil være gjenstand for omsetning». Det er videre stilt krav til at offentlig kursnotering av handel med opsjoner ikke skal kunne forestås av andre enn norsk børs, at børs skal organisere systemene for handel med opsjoner, herunder registrere og fordele ordre, samt at alle kontrakter med opsjoner skal skje under medvirkning av opsjonssentral. Tilsvarende regler for terminer er gitt i forskrift 8. desember 1994 om handel med opsjoner og terminer.

En opsjon er i vphl. § 2 bokstav f) definert som «avtale om rett til å kjøpe eller selge et antall verdipapirer til en fastsatt kurs innen eller på et bestemt tidspunkt». Som verdipapir regnes i henhold til vphl. § 1 bokstav e), opsjoner knyttet til verdipapirer som nevnt i bokstavene a) (obligasjoner m.m.) eller b) (aksjer m.m.) og som er beregnet på alminnelig omsetning. Opsjoner regnes dermed som verdipapirer etter verdipapirhandelloven uavhengig av om de er knyttet til norske eller utenlandske verdipapirer. Enkelte avtaler som i utgangspunktet omfattes av definisjon av opsjon, er unntatt fra opsjonsregelverket. Det vises til særskilt omtale i *"Kjøpsretter mv"* i punkt 11.3.1.3 under.

En indeksopsjon er i vphl. § 2 bokstav g) definert som «avtale hvoretter det til fastsatt tid skal skje avregning/oppgjør mellom partene på grunnlag av endringer i en angitt indeksverdi for en bestemt gruppe av verdipapirer». Ved slike opsjoner foretas det ikke levering av underliggende verdipapirer, men kun en avregning i penger. Etter § 1 bokstav f) omfatter verdipapirdefinisjonen indeksopsjoner som er beregnet på alminnelig omsetning.

Som termin regnes i henhold til vphl. § 2 bokstav h) en «avtale om levering av et antall verdipapirer til en fastsatt kurs innen eller på et bestemt tidspunkt». Terminer er ikke definert som verdipapir i loven, men terminhandel er i vphl. § 2 bokstav i definert som «verdipapirhandel som gjelder terminer».

Det følger av de nevnte bestemmelser at det kun er opsjoner og terminer beregnet på alminnelig omsetning som omfattes av det norske regelverket. Det vises i denne forbindelse til Ot.prp. nr. 78 (1987-88) s. 7 der Finansdepartementet legger til grunn at spesielt utformede opsjoner som ikke er beregnet på alminnelig omsetning ikke vil omfattes av lovens § 1, og at den nærmere avgrensning av lovens rek-

kevidde vil måtte vurderes og avgjøres konkret etter alminnelige fortolkningsprinsipper.

Finansdepartementet har ikke direkte fastsatt bestemmelser om hvilke opsjoner eller indeksopsjoner som til enhver tid vil være gjenstand for omsetning, jf. vphl. § 11a første ledd. Det er imidlertid fastsatt nærmere regler i opsjonsforskriften om hvilke opsjoner og terminer som kan kursnoteres. Oslo Børs avgjør hvilke opsjoner og terminer som skal kursnoteres på bakgrunn av nærmere krav til de underliggende verdipapirene, fastsatt av departementet i opsjonsforskriften. På bakgrunn av bestemmelsen i vphl. § 11a annet ledd om at børs skal organisere systemene for handel med opsjoner, herunder registrere og fordele ordre, har det i praksis vært lagt til grunn at det kun kan omsettes opsjoner og terminer som er tatt opp til kursnotering og som omsettes under medvirkning av opsjonssentral, jf. imidlertid unntaket som omtalt i *"Kjøpsretter mv"* i punkt 11.3.1.3 under. Opsjoner som ikke er beregnet på omsetning er ofte omtalt som ad hoc-opsjoner.

11.3.1.3 Kjøpsretter mv

Det følger av opsjonsforskriften § 1-1 annet ledd at forskriften ikke gjelder for

a) opsjoner og terminer som er en del av vilkårene etter andre børsnoterte verdipapirer
b) kjøpsretter til aksjer i forretningsbanker utstedt av Statens Banksikringsfond
c) andre kjøpsretter til aksjer etter nærmere bestemmelser av Finansdepartementet.»

Det er videre fastsatt at kjøpsretter som nevnt i bokstav b) og c) behandles på samme måte som tegningsretter, jf. vphl. § 1 første ledd bokstav c).

Tegningsretter i norske aksjeselskaper som noteres på børs, skal etter lov om Verdipapirsentral § 1-2, registreres i VPS. Det er imidlertid forutsatt at kjøpsretter som nevnt over ikke skal behandles som tegningsretter i relasjon til denne bestemmelsen. Det vises i denne forbindelse til at det er fastsatt en egen forskrift 4. mars 1992 nr. 104 om registrering av kjøpsretter. Det følger av forskriften at kjøpsretter til forretningsbankaksjer utstedt av Statens Banksikringsfond kan registreres i Verdipapirsentralen. Det samme gjelder andre kjøpsretter til aksjer etter nærmere bestemmelser av Finansdepartementet.

I motsetning til tradisjonelle børsnoterte opsjoner, vil kjøpsretter som omfattes av unntakene, normalt være kjøpsopsjoner (warrants) utstedt i et gitt antall kontrakter med for øvrig likelydende vilkår med hensyn til innløsningspris og løpetid, og med samme utsteder(e). De kjøpsretter man har sett i det norske markedet har vært basert på at utstederen har en gitt beholdning av de underliggende aksjene som eventuelt båndlegges. Dette i motsetning til de tradisjonelle børsnoterte aksjeopsjonene der opsjonene utstedes gjennom løpende avtaleinngåelser og der det dermed ikke finnes noe forhåndsgitt volum på mengden av opsjoner.

Ettersom kjøpsrettene utstedes av én eller en gruppe utstedere, vil risikoen for investorene knytte seg til denne utsteders oppgjørsevne- og vilje. Det vil ikke være flere ulike utstedere med derav følgende ulik oppgjørsevne som er motpart i kontraktene. Det foreligger derfor ikke det samme behov for at kontraktene inngås under medvirkning av en oppgjørssentral som i det tradisjonelle opsjonsmarkedet. Som sikkerhet for utstederens oppgjørsevne kan de underliggende verdipapirene båndlegges. I utlandet er det imidlertid ikke uvanlig at utsteder ikke innehar de verdipapirene kjøpsretten gjelder. Utsteder i slike tilfeller er normalt finansinstitusjoner. Sikkerheten for oppgjør ligger i finansinstitusjonens soliditet, og kjøpsrettene

vil risikoprises bl.a. ut fra finansinstitusjonens rating hos internasjonale ratingbyråer.

11.3.1.4 Ikke-standardiserte opsjoner og terminer

Som følge av at Kredittilsynet ble kjent med at enkelte fondsmeglerforetak hadde medvirket til utstedelse av ikke-standardiserte opsjoner (ad hoc-opsjoner), sendte Kredittilsynet 12. juli 1991 rundskriv til alle fondsmeglerforetakene vedrørende ad hoc-opsjoner og lignende derivater knyttet til verdipapirer. I rundskrivet legges det til grunn at det ikke er tillatt for andre enn børsen å medvirke til å utstede opsjoner på børsnoterte verdipapirer eller på opsjoner som igjen har børsnoterte verdipapirer som underliggende verdipapir, med mindre opsjonen ikke er beregnet på alminnelig omsetning. Ved avgjørelsen av om en opsjon er beregnet på alminnelig omsetning, vil det i henhold til rundskrivet, bl.a. bli lagt vekt på om det eksisterer et omsetningssystem med en viss regularitet og kapasitet, slik at omsetning lett kan skje, samt om opsjonskontrakten inneholder bestemmelser som begrenser omsetningsadgangen. I rundskrivet vises det for øvrig til at såkalte ad-hoc opsjoner og lignende derivater knyttet til verdipapirer vil ha betydning for omsetningen i de underliggende verdipapirene. Kredittilsynet legger derfor til grunn at bestemmelser i verdipapirhandelloven som regulerer de underliggende verdipapirene, også gjelder slike derivater så langt de passer. Aktuelle regler kan f.eks. være bestemmelsene om god meglerskikk, opplysningsplikt og taushetsplikt. Tilsynet anmodet i rundskrivet om at fondsmeglerforetak som direkte eller indirekte medvirker ved utstedelse, omsetning og/eller innløsning av ad hoc-opsjoner, innrapporterer nærmere spesifiserte opplysninger om dette til Oslo Børs. Det ble dessuten understreket at fondsmegleres medvirkning ved avtaler som strider mot lov eller har preg av illojal omgåelse av lov, vil representere brudd på vphl. § 18 om god meglerskikk.

Det nevnte rundskrivet er gitt et tillegg ved Kredittilsynets rundskriv 27. september 1991. Kredittilsynet viser der til en uttalelse fra Næringsdepartementet vedrørende industrikonsesjonsloven § 38 og uttaler i denne forbindelse bl.a. følgende:

> «Det er Kredittilsynets oppfatning at fondsmeglerforetak som medvirker til å formidle handel av ad hoc-opsjoner, har en forpliktelse, i henhold til verdipapirhandelloven § 18, til å bidra til en avklaring av konsesjonsspørsmålene knyttet til ad hoc-opsjonen. På bakgrunn av Næringsdepartementets uttalelse om «økonomisk utbytte» antar Kredittilsynet at dersom innløsningsprisen for en ad hoc-opsjon er vesentlig lavere enn børskurs på den underliggende aksje på det tidspunkt opsjonsinnehaveren erverver opsjonen, må ervervet *uansett* forelegges konsesjonsmyndighetene i medhold av Industrikonsesjonsloven § 38. Det samme gjelder dersom samme eller tilnærmet samme økonomiske resultat oppnås på annen måte, f.eks. gjennom kombinasjoner av flere opsjoner.
>
> Kredittilsynet vil generelt understreke at også andre elementer i opsjonsavtalen vil kunne være av betydning for vurderingen og vil kunne medføre plikt til å forelegge ervervet for konsesjonsmyndighetene.»

Der opsjonservervet medfører plikt til å forelegge ervervet for konsesjonsmyndighetene, legger Kredittilsynet til grunn at god meglerskikk tilsier at fondsmeglerforetaket bidrar til at det inntas konsesjonsforbehold i kontrakten.

I rundskrivet minner Kredittilsynet for øvrig om at når meglere medvirker ved utstedelse av ad hoc-kjøpsopsjoner, skal disse foreta båndlegging i VPS av de underliggende aksjene. Det er ikke gitt øvrige regler om sikkerhetsstillelse for ad hoc opsjoner. Når det gjelder fremgangsmåten ved båndleggelse viser Kredittilsy-

net til rundskriv 28/89. Utvalget antar for øvrig at Kredittilsynet vil kunne vurdere båndlegging av kontanter dersom det stilles betryggende beløp.

Bestemmelsen i industrikonsesjonsloven gjelder fortsatt, uavhengig av at lovens diskriminerende bestemmelser ble opphevet i desember 1994. En tilsvarende bestemmelse er innført i ervervsloven § 6. Næringsdepartementets og Kredittilsynets vurderinger må derfor gjelde tilsvarende i forhold til de nye bestemmelsene om meldeplikt etter ervervsloven. Tilsvarende problemstilling som den nevnte har for øvrig vært oppe i forbindelse med finansieringsvirksomhetsloven.

11.3.1.5 Opsjoner og terminer notert på utenlandsk børs

Som nevnt fremgår det av vphl. § 11a at «Kongen fastsetter hvilke opsjoner eller indeksopsjoner som til enhver tid vil være gjenstand for omsetning». En fortolkning/presisering av bestemmelsen fremgikk av midlertidig forskrift fastsatt av Finansdepartementet 8. juni 1990 om handel med opsjoner som kursnoteres i utlandet. Forskriften § 1 lød som følger:

> «Bestemmelsene i lov om verdipapirhandel § 11a og forskrift for handel med opsjoner av 5. oktober 1989 nr. 3150 er ikke til hinder for at norske fondsmeglerforetak utfører oppdrag som gjelder handel med opsjoner eller indeksopsjoner til utenlandske verdipapirer som kursnoteres ved utenlandsk børs eller lignende organisert opsjonsmarked tilknyttet opsjonssentral (clearing- og oppgjørssentral) godkjent av Kredittilsynet etter tilråding fra Oslo Børs.
>
> Første ledd gjelder også opsjoner knyttet til norske verdipapirer forsåvidt handel skjer gjennom fondsmegler som er opsjonshandlerforetak og kursnoteringen foretas av utenlandsk børs som kan likestilles med norsk børs. Kredittilsynet avgjør i tilfelle om en utenlandsk børs omfattes av første punktum.»

Forskriften ble etter forslag fra Kredittilsynet opphevet ved Finansdepartementets vedtak av 8. februar 1994. I brev til Kredittilsynet opplyste departementet at det ved opphevelsen hadde lagt vekt på at Kredittilsynet ikke anser eventuell økt oppgjørsrisiko til hinder for en slik opphevelse, og at det heller ikke var påpekt problemer av tilsynsmessig art. Departementet forutsatte at Kredittilsynet følger utviklingen i fondsmeglerforetakenes handel i opsjoner som kursnoteres i utlandet, herunder eventuell handel i uregulerte markeder, de krav som stilles til sikkerhet mv. Etter dette må foretakene kunne formidle handler i opsjoner notert på utenlandsk børs, herunder opsjoner knyttet til norske verdipapirer. Norske investorer vil for øvrig kunne benytte utenlandske verdipapirforetak i samsvar med de regler som følger av valutaforskriften.

Utvalget antar for øvrig at det må bero på en konkret vurdering i hvilken grad handel i opsjoner og terminer kan anses som slik omsetning i Norge at handelen må organiseres i samsvar med det norske regelverket. I vurderingen vil det være naturlig bl.a. å legge vekt på i hvilken grad derivatene handles gjennom megler i Norge og det norske oppgjørssystemet, samt om derivatet er basert på norske verdipapirer.

11.3.1.6 Børsens organisering av handelen

Det følger av opsjonsforskriften § 3-2 (1) at børsen avgjør hvilke opsjoner og terminer som til enhver tid skal kursnoteres. Børsen velger de underliggende verdipapirer og indekser som opsjoner og terminer skal gjelde, og fastsetter vilkårene som kan avtales for disse. I forskriften § 3-2 (2) er det fastsatt at opsjoner og terminer bare kan gjelde børsnoterte verdipapirer som nevnt i vphl. § 1. Underliggende ver-

dipapirer må dessuten være utstedt i et stort antall, spredt mellom mange eiere og være gjenstand for betydelig omsetning. Børsen kan gjøre unntak fra kravet til spredning mellom mange eiere når det gjelder obligasjoner.

I standardvilkårene § 5-2 (1) fremgår det at følgende grupper av standardiserte opsjoner og terminer er kursnotert ved Oslo Børs:

1. aksjeopsjoner som gjelder 100 underliggende aksjer
2. aksjeindeksopsjoner hvor indeksen multipliseres med 100
3. aksjeindeksfutures hvor indeksen multipliseres med 100
4. obligasjonsfutures som gjelder underliggende obligasjoner for NOK 1 million

Det er gitt en nærmere beskrivelse av de opsjoner og terminer som er børsnotert under *"Derivatmarkedet på Oslo Børs"* i punkt 11.2.2 foran.

I henhold til opsjonsforskriften § 1-1 (2) gjelder som nevnt ikke forskriften for:

a) opsjoner og terminer som er en del av vilkårene etter andre børsnoterte verdipapirer
b) kjøpsretter til aksjer i forretningsbanker utstedt av Statens Banksikringsfond
c) andre kjøpsretter til aksjer etter nærmere bestemmelser av Finansdepartementet.»

Kjøpsretter det kan være aktuelt å fastsette unntak for etter bokstav c) kan være kjøpsretter utstedt i forbindelse med et spredningssalg etter emisjon. Dette har bl.a. blitt gjort i forbindelse med reprivatiseringen av bankene.

Nærmere regler om handel og kursnotering ved Oslo Børs er gitt i standardvilkårene kap. 5-7. Aksjeopsjoner, aksjeindeksopsjoner og aksjeindeksfutures handles over børsens blokkordredesk etter reglene i standardvilkårenes kap. 6. Det er gitt nærmere regler om innmelding og behandling av ordre samt reklamasjon og ansvar for feil. Obligasjonsfutures handles på samme måte som aksjer og obligasjoner, gjennom handelsstøttesystemet, jf. standardvilkårene kap. 7. Det er på samme måte som i kap. 6 gitt regler om ordre og feil og tvister. Handelsreglene er av forholdsvis teknisk karakter idet de er utarbeidet på bakgrunn av den praktiske/tekniske måten en handel gjennomføres på. Med grunnlag i standardvilkårene og opsjonshandleravtalene er en rekke slike forhold nærmere presisert i børsens «Handelspraksis for opsjoner og futures notert på blokkordredesken».

11.3.1.7 Opsjonssentralen

Alle kontrakter med børsnoterte opsjoner og terminer skal skje under medvirkning av institusjon som enten er part i alle transaksjoner eller gir garanti for oppfyllelse av inngåtte kontrakter, jf. vphl. § 11a annet ledd og opsjonsforskriften § 5-1, jf. dog § 1-1 annet ledd. Slik institusjon (opsjonssentral) skal godkjennes av Kongen (delegert til Finansdepartementet). Nærmere regler om opsjonssentralens organisering og virksomhet er fastsatt i opsjonsforskriften del V. Opsjonssentral skal organiseres som aksjeselskap med aksjekapital på minst 10 millioner kroner, jf. opsjonsforskriften § 5-2 (2). Med Finansdepartementets godkjennelse kan imidlertid sentralen i stedet organiseres som selveiende stiftelse eller på annen måte. Sentralen skal ha et styre på minst fem medlemmer, som skal sørge for tilfredsstillende organisering og tilsyn med virksomheten, samt en kontrollkomité valgt av generalforsamlingen og godkjent av Kredittilsynet, jf. § 5-2 (3). Kredittilsynet skal for øvrig godkjenne sentralens vedtekter.

I Innst.O. nr. 75 (1988-89) er det uttrykkelig forutsatt at en børs ikke kan drive clearingvirksomhet. Finanskomiteens flertall uttaler på side 4 i innstillingen:

> «Flertallet finner ikke grunn til å gå i detaljer om hvorledes den mener opsjonshandelen mest hensiktsmessig bør organiseres her i Norge. Men flertallet legger stor vekt på at de to hovedfunksjoner for en opsjonsbørs – en markedsplass og en oppgjørssentral – organisasjonsmessig bør være atskilt.»

Av hensyn til skillet mellom markedsplass og oppgjørssentral forutsatte finanskomiteens flertall dessuten at børs ikke kan være eier av eller ha andre kommersielle interesser i opsjonssentral.

Det fremgår av opsjonsforskriften § 5-2 (4) at Finansdepartementet kan gi flere tillatelse til å drive virksomhet som opsjonssentral. Har flere opsjonssentraler påtatt seg ansvar for de samme opsjoner og terminer, kan Finansdepartementet pålegge disse å organisere oppgjøret slik at partene i en handel kan bruke hver sin opsjonssentral. Nærmere regler fastsettes i så fall i standardvilkårene. Slike regler er ikke fastsatt, idet det i dag kun eksisterer én norsk opsjonssentral. Ved oppstart av derivathandelen på Oslo Børs var det imidlertid to opsjonssentraler. Disse fusjonerte i februar 1991.

Opsjonssentralen skal organisere oppgjøret mellom partene og er ansvarlig for oppfyllelse ved mislighold, jf. forskriften § 5-3 (1). Sentralen skal også beregne og innkreve sikkerhet. Nærmere regler om clearing i Norsk Opsjonssentral AS fremgår i standardvilkårene del V.

Opsjonssentralen kan kreve avgifter fra opsjonshandlerforetak og investorer som vederlag for sin virksomhet. Finansdepartementet kan gi nærmere regler om avgiftene, jf. forskriften § 5-3 (2). Slike regler er ikke gitt. Opsjonssentralen skal på sin side stille betryggende sikkerhet for ansvar den kan pådra seg ved utøvelsen av virksomheten. Finansdepartementet fastsetter et minstebeløp sikkerheten skal utgjøre. Ved brev av 21. mai 1990 er kravet til sikkerhetsstillelse fastsatt til 40 millioner kroner. I forbindelse med fusjonen mellom de to opsjonssentraler som var etablert da markedet startet, ble kravene oppjustert til 50 millioner kroner.

Opsjonssentralen kan ikke selv eie opsjoner, terminer eller underliggende verdipapirer med mindre det er påkrevet for organisering av oppgjør, jf. § 5-3 (4).

11.3.1.8 VPS-registrering

Det følger av opsjonsforskriften § 4-1 at opsjoner og terminer som kursnoteres ved norsk børs skal registreres i VPS. I Ot.prp. nr. 78 (1987-88) er det vist til at Verdipapirsentralen ble opprettet for å effektivisere rutinene i forbindelse med omsetning av verdipapirer, samt at Verdipapirsentralen nå er det sentrale rettsvernsregister i verdipapirhandelen. Det er videre vist til at en, gjennom Verdipapirsentralens registreringssystemer, har mulighet til å ivareta viktige offentlige kontrollfunksjoner. På denne bakgrunn la departementet til grunn at utstedelse og omsetning av opsjoner, som en del av verdipapirmarkedet, vil måtte registreres i Verdipapirsentralen, og at det vil være hensiktsmessig å utnytte eksisterende system og kommunikasjonsnettverk.

Nærmere regler om registreringen er i gitt i standardvilkårene kap. 8. I henhold til § 8-1 må handelsrepresentanten i løpet av handelsdagen registrere kjøpte og solgte opsjoner og futures i daglig journal i VPS med angivelse av sluttkundens investorkonto. Handel som ikke er registrert på sluttkunden innen fristen, registreres automatisk som handelsrepresentantens egenhandel. Det følger av § 8-2 at sikkerhetskrav beregnes separat for hver VPS-konto kunden har.

11.3.1.9 Opsjonshandlerforetak

Foretak som har tillatelse til å drive fondsmegling etter verdipapirhandelloven og forskrifter gitt i medhold av denne, kan drive virksomhet som opsjonshandlerforetak, jf. opsjonsforskriften § 2-2 (1). Ettersom utvalget i delinnstilling I har foreslått nye regler om tillatelse og vilkår for å yte investeringstjenester, herunder tjenester knyttet til opsjoner og terminer, vil det ikke her foretas noen gjennomgang av reglene om vilkår for å være opsjonshandlerforetak etter gjeldende rett. Det nevnes imidlertid at opsjonshandlerforetak i henhold til standardvilkårene § 3-1 må inngå opsjonshandler/market maker-avtale med Oslo Børs og clearingavtale med opsjonssentralen, i samsvar med vedlegg til standardvilkårene.

Det vises for øvrig til at ikke bare opsjonshandlerforetak men også bank kan forestå oppgjør og sikkerhetsstillelse. Et vilkår er da at banken er knyttet til det norske oppgjørssystemet og har inngått avtale med opsjonssentralen, jf. forskriften §§ 2-1 og 2-3. Nærmere regler om godkjennelse av oppgjørsbank fremgår av standardvilkårene § 4-1.

11.3.1.10Sikkerhetsstillelse

Utsteder av opsjoner og kjøper og selger av terminer må løpende stille sikkerhet overfor opsjonssentralen for sine forpliktelser ved handel og oppgjør, jf. opsjonsforskriften § 5-4. Sikkerheten for den enkelte type opsjon og termin skal beregnes etter en risk-modell eller en strategibasert modell, etter avgjørelse av opsjonssentralen. Beregning etter en strategibasert modell innebærer at sikkerhetskravet settes i forhold til kroneverdien av en prosentuell endring i underliggende verdi. En hensyntar samtidig kombinasjoner i porteføljen slik at en tar høyde for at kursen ikke samtidig kan gå opp og ned. I en risk basert modell beregnes teoretisk opsjonsverdi i et worst case scenario med endringer i underliggende kurs og volatilitet. Utstedte opsjoners verdi i worst case får en negativ verdi, innehatte en positiv. Dersom netto sikkerhetskrav er negativt, vil dette være porteføljens sikkerhetskrav. Begge modeller er vanlige i andre lands markeder, selv om risk modellen stadig vinner innpass.

Opsjonssentralen beregner daglig kravene til sikkerhet etter nærmere regler i standardvilkårene kap. 10. I standardvilkårene § 10-2 er det fastsatt at utsteder av opsjon og kjøper og selger av future må stille sikkerhet for det generelle marginkravet, som skal være minst:

a)25 pst. av kursen for underliggende aksjer
b)15 pst. av kursen for underliggende aksjeindeks
c)5 pst. av pålydende for underliggende obligasjoner, jf. dog § 10-3 (3) b.»

For utstedt opsjon kreves det i tillegg sikkerhet for opsjonens realverdi. Realverdi for kjøpsopsjon er positiv differanse mellom underliggende aktivums kurs og opsjonens innløsningskurs. Realverdien for salgsopsjon er positiv differanse mellom innløsningskurs og underliggende aktivums kurs. Negativ differanse trekkes fra i det generelle marginkrav, dog slik at det til enhver tid stilles sikkerhet for minst 7 pst. av underliggende aktivums kurs.

Nærmere regler om beregning av sikkerhetskrav der det på samme VPS-konto er registrert annen opsjon eller termin i samme klasse, følger av standardvilkårene § 10-2 (3).

Sikkerheten skal etter forskriften § 5-5 stilles som kontantinnbetaling, garanti eller pantsettelse av verdipapirer etter nærmere regler i standardvilkårene.

Opsjonssentralen kan kreve ytterligere sikkerhet samt stille særskilte krav til sikkerhetsstillelsen når dette anses påkrevet. Kredittilsynet kan pålegge sentralen å stille slike krav når tilsynet anser det påkrevet.

Ved mislighold av forpliktelser som følger av opsjons- og terminhandel kan opsjonssentralen bruke investors sikkerhet til dekning av de misligholdte forpliktelsene, jf. opsjonsforskriften § 5-6. Sentralen kan dessuten bestemme at investors sikkerhet skal brukes til dekning av forpliktelser overfor opsjonshandlerforetak eller bank som forestår oppgjør.

11.3.1.11Handelsregler mv

Regler om oppgjør samt om innløsning og bortfall av opsjoner/terminer fremgår av standardvilkårene kap. 11 og 12. I vilkårenes del VI er det gitt regler om mislighold og regelbrudd.

11.3.2 Derivater som handles i rente- og valutamarkedet

Det er ikke fastsatt regler om handelsvilkår, børsnotering og oppgjørssystemer mv for derivater som handles i rente- og valutamarkedet slik som for opsjoner og terminer som omfattes av vphl. Det vises til omtalen av denne handelen under *"Markedet for rente- og valutaprodukter"* i punkt 11.2.4.

Det følger av børsloven § 1-3 at børsen etter nærmere regler gitt av Kongen, kan forestå kursnotering av valuta dersom Norges Bank ikke noterer offentlige valutakurser etter sentralbankloven. Verken Norges Bank eller Oslo Børs forestår i dag tradisjonell kursnotering av valuta. Norges Bank noterer imidlertid representative markedskurser basert på informasjon innhentet fra andre sentralbanker.

Valutameglervirksomhet er regulert i forskrift 25. mars 1983 gitt med hjemmel i valutareguleringsloven av 14. juli 1950 nr. 10. Det fremgår av forskriften at Finansdepartementet og Norges Bank kan gi andre enn norske banker tillatelse til å megle spot- og forwardkontrakter, samt innskuddsmegling med utenlandsk valuta. Tillatelse kan bare gå ut på å drive valutamegling mellom norske valutabanker, mellom norske valutabanker og utenlandske banker og mellom utenlandske banker. Forskriften gir ikke anvisning på hvilke vilkår som skal stilles for tillatelse. Søker skal imidlertid opplyse om tiltenkt eierstruktur, hvilke banker det er grunn til å tro at søkeren vil slutte avtaler med, den daglige ledelsens kvalifikasjoner og andre opplysninger som Norges Bank måtte kreve til vurdering av søknaden.

Det er pr. 30. juni 1995 gitt to tillatelser til å drive valutamegling etter den nevnte forskriften.

11.3.3 Varederivater

Det foreligger ingen generell regulering av handel med varederivater. Handel med kraftderivater som er det eneste varederivatet som er gjenstand for organisert omsetning i Norge, er etter det utvalget er kjent med heller ikke særskilt regulert utover at virksomhet som medfører forpliktelser til å levere kraft, forutsetter omsetningskonsesjon etter reglene i energiloven.

Statnett Marked AS har konsesjon fra Norges vassdrags- og energiverk til å organisere krafthandel og forestå avregning og oppgjør. For å bli aktør hos Statnett Marked må det inngås en aktøravtale og/eller en handels- og clearingavtale. Statnett Marked har i henhold til sin konsesjon følgende informasjonsplikt overfor NVE:

> «Konsesjonæren plikter å gi Norges vassdrags- og energiverk de opplysninger som er nødvendige for utøvelse av tilsyn med monopolvirksomhet og arbeid med konkurransefremmende tiltak. Konsesjonæren skal uten ugrunnet opphold melde fra til Norges vassdrags- og energiverk om opptreden i konsesjonærens markeder som virker konkurranseregulerende eller på an-

nen måte strider mot gjeldende lover og regler. Dersom konsesjonæren vurderer å ekskludere en av aktørene fra deltagelse på markedsplassen, skal Norges vassdrags- og energiverk informeres om dette på et så tidlig tidspunkt som mulig.»

Også nordiske aktører har handlet på det norske kraftmarkedet i mange år. I St. meld. nr. 11 (1995-96) om organiseringen av krafthandelen med Sverige, foreslår regjeringen endringer som gir like vilkår for svenske og norske aktører i handelen på den norske kraftbørsen. Som et ledd i det videre arbeidet med utviklingen av handelen mellom Norge og Sverige vil Nærings- og energidepartementet vurdere behovet for regelverk også for handel med varederivater og behovet for samordning av regelverket for de norske og svenske aktørene. Også regler for danske, finske og russiske aktører vil bli vurdert i denne sammenheng.

I forbindelse med det nye markedet Statnett Marked har etablert, har Statnett Marked etablert en prosjektgruppe for å vurdere mulige tiltak for bl.a. å skaffe et forretningsmessig grunnlag for megling av standardiserte kraftkontrakter. Prosjektgruppen foreslår at handel i terminer i ukemarkedet kun skal kunne foretas gjennom meglere. For å drive virksomhet som megler foreslås det stilt følgende krav:
–foretaket må ha en egenkapital på minimum NOK 500 000.
–foretaket må ha en garanti på minimum NOK 1 million (skal gi rett til innmelding av kraft for NOK 10 millioner pr. dag).
–meglere må gjennomgå kurs og bli godkjent av Statnett Marked

Prosjektgruppen foreslår ingen virksomhetsbegrensninger for meglere. Av de meglertjenester prosjektgruppen anser nærliggende er nevnt:
–megling på termin og i spotmarkedet
–forvaltning av andres fysiske/finansielle kraftporteføljer
–trading og/eller market making på termin og spotmarkedet
–avregningstjenester
–megling av bilaterale kraftkontrakter
–konsulentvirksomhet herunder analysevirksomhet

Kredittilsynet nedsatte i februar 1995 en arbeidsgruppe som skulle utrede spørsmål knyttet til reguleringen av kraftderivatmarkedet. Arbeidsgruppen besto av representanter fra Statnett Marked, SkanKraft AS og Norsk Opsjonssentral. Kredittilsynet og NVE deltok med observatører på arbeidsgruppen møter. Arbeidsgruppens utredning ble avgitt til Kredittilsynet i september 1995. I utredningen konkluderes det med at et standardisert marked for omsetning av kraftderivater bør være regulert slik:

- Tilsynet bør ta utgangspunkt i hvorledes aktørene er organisert, og NVE bør således ha hovedansvaret for tilsyn av det finansielle kraftmarkedet og dets aktører. Aktører som i dag opererer som egenhandlere eller kundemeglere i kraftmarkedene, vil være under tilsyn av NVE.
- Investeringsforetakene med tillatelse etter den nye investeringsforetaksloven bør gis anledning til å befatte seg med kraftderivater og andre råvarederivater, men vil da generelt være underlagt tilsyn av Kredittilsynet.
- Det må etableres et nært samarbeid mellom NVE og Kredittilsynet om tilsyn av kraftmarkedet.
- Statnett Marked bør selv kunne avgjøre hvorledes selskapet vil organisere sin clearingvirksomhet.
- NOS eller andre clearingorganisasjoner med hjemmel i verdipapirlovgivningen bør gis anledning til å utføre clearing for kraft- og andre råvarederivater.»

Norges Vassdrags- og energiverk har i brev til Statnett Marked AS datert 29. september 1995 opplyst at de ikke har innvendinger til omleggingen av ukemarkedet til et rent finansielt marked. Det er i denne forbindelse uttalt følgende:

> «I følge konsesjonens *"Innledning"* i punkt 2.1 skal vesentlige endringer i organisasjon og virksomhet i de organiserte fysiske markedene godkjennes av NVE.
>
> Omleggingen av ukemarkedet til et rent finansielt marked innebærer at Statnett Marked vil drive en vesentlig virksomhet av en annen karakter enn det som omfattes av konsesjonen for fysiske kraftmarkeder. Omleggingen vil derfor kreve en formell godkjenning av NVE.
>
> NVE vil imidlertid ikke ha innvendinger mot den foreslåtte endringen i virksomheten under forutsetning av at Statnett Marked utarbeider et regelverk for den finansielle omsetningen som sikrer at hensynet til den fysiske krafthandelen i døgn- og regulermarkedet ivaretas på en tilfredsstillende måte og i samsvar med vilkårene i konsesjonen gitt i brev av 2. des. 1994. Dette forutsetter at NVE får innsynsrett i regelverket og øvrig virksomhet som er knyttet til den finansielle handelen og at denne handelen underlegges et tilsyn av samme karakter som NVE har for organiseringen av de fysiske kraftmarkedene. Drift av et finansielt kraftmarked innenfor samme selskap som har konsesjon for drift av fysiske kraftmarkeder vil blant annet kreve et oppgjørs- og garantisystem som ikke svekker sikkerheten for oppgjøret i de fysiske kraftmarkedene.»

11.4 UTENLANDSK RETT

11.4.1 EØS-rett

Derivathandel er ikke særskilt regulert i direktiver som følger av EØS-avtalen. Direktivene om samordning av vilkårene for opptak av verdipapirer til offisiell notering på en fondsbørs omfatter ikke derivater. I henhold til CAD skal det imidlertid gis regler om kapitaldekning for posisjonsrisiko, oppgjørs- og motpartsrisiko og andre former for risiko knyttet til derivater som inngår i verdipapirforetakenes handelsportefølje. Det skal også beregnes kapitalkrav for valutavirksomhet for foretakets samlede virksomhet. Risiko som ikke dekkes etter CAD eller Rdir. 89/647 (om kredittinstitusjoners kapitaldekning), men som er av samme type som den som dekkes av disse direktivene, skal dekkes av tilstrekkelig ansvarlig kapital. Derivater basert på verdipapirer, rente eller valuta omfattes for øvrig av de alminnelige bestemmelsene i ISD.

Det er foretatt enkelte undersøkelser/utredninger om derivathandel i regi av EU-kommisjonen. Undersøkelsene omfatter i hovedsak omfanget av slik handel og de ulike medlemslands krav til interne kontrollrutiner og kapitaldekning for kredittinstitusjoner og investeringsforetak som foretar slik handel.

Det pågående arbeidet i EU-kommisjonen knyttet til regelverksutforming for derivater kan pr. oktober 1995 oppsummeres som følger:

– Rådet nådde tidlig i september fram til en felles holdning hva angår direktivforslaget om «contractual netting» (endring av Solvens-direktivet).
– Europakommisjonens generaldirektorat for indre marked og finansielle tjenester (DG XV) holder på å ferdigstille et Kommisjonsforslag vedrørende kapitalkrav for kredittrisiko knyttet til OTC-derivater i råvarer, edle metaller, etc («expanded matrix» i Solvens-direktivet).
– DG XV er i ferd med å definere et prosjekt for kapitalkrav for markedsrisiko knyttet til råvarederivater (jf. artikkel 13 i CAD). DG XV har foretatt en foreløpig kartlegging av medlemsstatenes syn på dette.
– Kommisjonen etablerte i 1994 en egen ekspertgruppe for derivater. «Banking

Advisory Committee» har bedt denne gruppen se på regnskapsregler for derivater. Det er sendt et spørreskjema til medlemslandene med formål å innhente opplysninger om landenes regnskapspraksis på dette området. Dette vil danne grunnlaget for det videre arbeid, som vil foregå i samarbeid med «Contact Committee on Accounting». Det er ikke avklart om arbeidet vil ende som et forslag til, eller anbefalinger om regnskapsregler.

–Europa-parlamentet har i lengre tid vært opptatt av spørsmål knyttet til derivater, og særlig i kjølvannet av krisen i Barings Bank. Europa-parlamentet har nylig ferdigstilt en rapport, som reiser en rekke problemstillinger/spørsmål om derivater, blant annet knyttet til regnskap, rapportering, kontrollmekanismer, «code of conduct», mv. DG XV har ikke tatt stilling til innholdet i rapporten eller eventuell oppfølging av de spørsmål som reises.

11.4.2 Storbritannia

I Storbritannia foregår handel med derivater avledet av verdipapirer på London International Futures and Options Exchange (LIFFE) og The London Securities and Derivatives Exchange (OMLX). Tidligere noterte også London Stock Exchange derivater. Denne virksomheten er nå overført til LIFFE. LIFFE noterer dessuten råvarederivater. LIFFE er en medlemseiet børs mens OMLX er et heleiet datterselskap av det svenske selskapet OM Gruppen AB. Handler foretatt på LIFFE skjer under medvirkning av oppgjørssentralen London Clearing House. OMLX forestår både handel og oppgjør, med unntak for svenske derivater der oppgjør foretas under medvirkning av OM Stockholm AB.

LIFFE og OMLX er godkjent som autorisert børs av Securities and Investment Board (SIB). I henhold til SIBs regelverk forutsetter slik godkjenning at det er stillet minimumskrav til kapital, regler for beskyttelse av investorer og regler om tilsyn med handelen. Slike bestemmelser fremgår av LIFFEs og OMLXs børsregelverk.

LIFFE og OMLX avgjør hvilke derivatkontrakter de skal ta opp til notering. Ved notering av nye derivater gis det melding til SIB.

Børsmedlemmene på LIFFE er forpliktet til å benytte London Clearing House som oppgjørssentral for børsnoterte derivater. London Clearing House er godkjent som autorisert oppgjørssentral av SIB ut fra tilsvarende forutsetninger som gjelder for autorisasjon som børs. Oppgjørssentralen fastsetter hvilke marginer det til en hver tid krever til sikkerhet for oppfyllelse av kontraktene. Det følger av børsens regler at medlemmene skal kreve minst den tilsvarende marginen fra sine kunder. London Clearing House benytter et risikobasert marginsystem. I systemet inngår parametere som volatilitet, transaksjonshurtighet m.v.

The Securities and Futures Authority (SFA) som er et selvregulerende tilsynsorgan godkjent av Securities and Investment Board, kan i henhold til sitt regelverk gi pålegg om endringer i de marginer London Clearing House krever.

Handel i derivater som ikke er børsnotert, den såkalte OTC-handel, er ikke regulert. LIFFE har anbefalt at de banker som utsteder slike derivater, kontakter det selskapet som utsteder de underliggende verdipapirene samt børsen, før utstedelse foretas. LIFFE har imidlertid ingen sanksjonsmuligheter dersom slik underrettelse ikke gis.

Utvalget er ikke kjent med særskilte regler for handel i valutaderivater, men legger til grunn at slik handel foretas i bankmarkedet på samme måte som i Norge.

11.4.3 Sverige

I den svenske lag om handel med finansiella instrument er derivater definert som finansielt instrument. Dette gjelder uavhengig av om det underliggende aktivum er andre finansielle instrumenter, som verdipapirer, eller om det underliggende aktivum er rente, valuta, eller varer. Det er ingen forutsetning at derivatene er beregnet på omsetning. Også ikke børsnoterte derivater omfattes. De regler som gjelder adgangen til å yte investeringstjenester og fondsmeglerforetaks virksomhet, omfatter dermed varederivater i tillegg til de finansielle instrumenter som er angitt i ISD.

Kursnotering, handel og clearing av derivater avledet av verdipapirer forestås i dag av OM Stockholm AB (OM). I tillegg noterer Stockholm Fondsbørs enkelte opsjoner (covered warrants). Handel i valutaderivater foretas i bankmarkedet. Det eksisterer ikke noe organisert marked for varederivater i Sverige pr. i dag.

Utstedelse og handel med derivater kan etter det svenske regelverket foretas på eller utenfor børs, og med eller uten medvirkning av oppgjørssentral. Opsjoner og terminer kan i henhold til loven tas opp til børsnotering bare dersom det foreligger en betydelig handel med betryggende kursfastsettelse i den eller de underliggende objektene.

Det følger av lag (1992:543) om børs og clearingvirksomhet at det kreves tillatelse til å drive virksomhet som autorisert markedsplass/børs eller virksomhet som clearingorganisasjon. Clearingvirksomhet er definert som virksomhet som består i «att yrkesmässigt i options- eller terminsavtal träda in som part eller på annat sätt garantera att avtalet fullgörs». Tillatelse til å drive virksomhet som clearingorganisasjon forutsetter bl.a. at foretaket har kapital, garanti, forsikring eller lignende som gir kundene tilfredsstillende beskyttelse mot tap som kan pådras som følge av oppgjørsvirksomheten. En clearingorganisasjon kan kun ha medlemmer som har betryggende kapital og som for øvrig anses skikket til å delta i clearingen.

Clearingorganisasjonen skal påse at det stilles betryggende sikkerhet for handler som cleares. Sikkerheten skal anses betryggende dersom det kan antas at handelen kan avvikles uten at ytterligere kapital må tilføres. En clearingorganisasjon kan beslutte å «efterge» kravet på sikkerhet i den grad det er åpenbart at sikkerhet ikke er nødvendig. Slik beslutning skal godkjennes av Finansinspektionen. Regjeringen, eller etter regjeringens bemyndigelse Finansinspektionen, kan fastsette nærmere regler om sikkerhetskravet. Slike regler er ikke fastsatt, men Finansinspektionen fører løpende tilsyn med at den eksisterende svenske clearingorganisasjonen krever betryggende sikkerhet.

En clearingorganisasjon kan kun utføre clearingvirksomhet og virksomhet som har nær tilknytning til denne. Clearingorganisasjonens erverv av aksjer eller andeler i andre foretak krever tillatelse av Finansinspektionen dersom ervervet inngår som et ledd i organiseringen av virksomheten.

11.4.4 Danmark

Københavns Fondsbørs har i dag enerett til å drive børsvirksomhet, herunder børsvirksomhet knyttet til derivater, jf. lov nr. 316 av 4. juni 1986 om Københavns Fondsbørs. Clearing av handlene foretas gjennom Garantifondet for danske opsjoner og futures. Garantifondet er et privat selvfinansiert fond stiftet av Danmarks Nationalbank, Den danske Bankforeningen, Danmarks Sparekasseforening, Foreningen av Børsmæglerselskaber og Sammenslutningen av Børsmæglerselskaber. Fondets virksomhet er ikke lovregulert, men er basert på et regelverk som godkjennes av myndighetene. Endringer av fondets vedtekter, forretningsorden og alminnelige kontraktsbetingelser skal godkjennes av Finanstilsynet.

I Børsreform II foreslås det en ny rammelovgivning for clearingvirksomhet, med regler om formål, krav til tillatelse, adgangskrav, tilsyn, regnskap og revisjon. Det foreslås ingen plikt til at handel i derivater skal foretas under medvirkning av clearingsentral. Clearingvirksomhet kan imidlertid kun foretas av institusjon med særskilt tillatelse. Clearingsentral må etter forslaget organiseres som aksjeselskap. I likhet med for børser foreslås det et krav til minimum DKK 40 millioner i aksjekapital. Etter forslaget vil det kunne fastsettes regler om kapitaldekningskrav for sentralen. I kommentarene til forslaget legges det til grunn at slike krav bør fastsettes dersom sentralen påtar seg risiko som omfattes av CAD eller lignende regler.

Forslaget åpner for øvrig for at børsen kan drive clearingvirksomhet innen samme juridiske person eller i datterselskap. Finanstilsynet vil imidlertid kunne kreve at clearingvirksomheten drives gjennom datterselskap.

Det er foreslått at det skal være opp til clearingsentralen å fastsette etter hvilke kriterier direkte deltakere (medlemmer) skal ha adgang til å kunne foreta clearing av transaksjoner for indirekte deltakere.

11.5 UTVALGETS VURDERINGER

11.5.1 Innledning

I utvalgets første delinnstilling (NOU 1995:1) er det foreslått en definisjon av finansielle instrumenter i samsvar med ISD. Definisjonen er med enkelte spesisfikasjoner lagt til grunn i Ot. prp. nr. 15 (1995-96) og omfatter bl.a. følgende:

–finansielle terminer og tilsvarende finansielle instrumenter med kontant oppgjør
–fremtidige renteavtaler (FRA)
–rente- og valutabytteavtale samt bytteavtale knyttet til aksjer og aksjeindeks
–opsjoner på kjøp eller salg av ethvert instrument som nevnt i definisjonen, valuta- og renteopsjoner, samt tilsvarende instrumenter med kontant oppgjør

I tillegg til de instrumenter som omfattes av verdipapirhandellovens regler i dag, har utvalget altså foreslått at regelverket også skal omfatte derivater som i dag handles i valuta- og rentemarkedet. I motsetning til i de tradisjonelle verdipapirmarkedene, vil handelen her i hovedsak foretas direkte med en kjent motpart. Etter definisjonen som er foreslått stilles det ikke krav om at derivatene skal være beregnet på alminnelig omsetning. Også ikke-standardiserte derivater vil dermed i utgangspunktet falle inn under definisjonen.

Investeringstjenester knyttet til de instrumenter som omfattes av definisjonen av finansielle instrumenter, vil være underlagt krav til konsesjon, samt lovens regler om rammebetingelser for verdipapirforetaks virksomhet, herunder regler om god forretningsskikk.

Utvalget har tatt som utgangspunkt at handel i finansielle instrumenter så langt det passer bør reguleres likt uavhengig av type instrument. Utover de alminnelige regler for verdipapirforetaks handel i finansielle instrumenter, er det etter utvalgets syn i første rekke behov for regler om sikring av risiko forbundet med handel i derivater, herunder regler som ivaretar allmenne hensyn om bruk av oppgjørssentral. Regler om kursnotering av derivater som omfattes av definisjonen av finansielt instrument, bør etter utvalgets syn følge av de alminnelige regler i børsloven og børsforskriften.

Utvalget foreslår at en rekke av de særskilte bestemmelsene som i dag gjelder for handel i opsjoner og terminer som omfattes av vphl., oppheves. Disse bestemmelsene vil omtales særskilt. Ettersom det kun er opsjoner og terminer basert på verdipapirer som omfattes av reglene i dag, vil de aktuelle drøftelsene bare refererer seg til slike verdipapirderivater. På punkter der utvalget anser at det bør gis særlige

regler for derivathandel, vil derivater som omfattes av forslaget til definisjon av finansielt instrument, dvs. derivater basert på verdipapirer, rente og valuta, omtales under ett med mindre annet fremgår. Varederivater vil bli omtalt særskilt i et eget punkt avslutningsvis.

Utvalget viser for øvrig til at forskrift og standardvilkår for handel med opsjoner og terminer nylig har vært gjenstand for revisjon. Etter det utvalget er kjent med har de reviderte reglene blitt godt mottatt i markedet. Det legges derfor til grunn at en del av disse bestemmelsene bør videreføres. Utvalget foreslår imidlertid at enkelte av bestemmelsene tas inn i loven. De regler som i dag fremgår av standardvilkårene forutsettes videreført i form av standardavtaler. Utvalget anser det ikke nødvendig at standardiserte avtalevilkår for derivathandel fastsettes i eller i medhold av loven.

11.5.2 Opphevelse av vphl. § 11a første ledd

Etter vphl. § 11a første ledd fastsetter Finansdepartementet hvilke opsjoner og terminer (med verdipapirer som underliggende) som vil være gjenstand for omsetning. På bakgrunn av de regler som følger av opsjonsforskriften og standardvilkårene har Kredittilsynet lagt til grunn at det ikke er tillatt for andre enn børsen å medvirke til å utstede opsjoner på børsnoterte verdipapirer eller på opsjoner som igjen har børsnoterte verdipapirer som underliggende verdipapir, med mindre opsjonen ikke er beregnet på alminnelig omsetning. Som nevnt under *"Opsjoner og terminer notert på utenlandsk børs"* i punkt 11.3.1.5 kan imidlertid foretakene formidle handler i opsjoner notert på utenlandsk børs, herunder opsjoner knyttet til norske verdipapirer. Gjeldende regler var i sin tid begrunnet i ønsket om å gå skrittvis fram ved etablering av organiserte markeder for nye finansielle instrumenter. For så vidt gjelder kravet til børsnotering viser finanskomiteens flertall i Innst.O. nr. 75 (1988-89) s. 4, til at handelen dermed vil bli konsentrert om børs som handelsplass og gi aktører mulighet til å handle til samme pris. Videre vil krav til børsnotering etter flertallets mening kunne «sikre en sammenhengende prisdannelse på opsjoner og de underliggende verdipapirer».

Det må antas at det i Norge på lik linje med andre land det er naturlig å sammenligne seg med, vil utstedes og omsettes derivater utenfor børs. I tillegg må det antas å være behov for utstedelse av individuelt tilpassede derivater som i praksis ikke vil bli omsatt i annenhåndsmarkedet.

Utvalget kan ikke se at det er behov for å videreføre en plikt til børsnotering av opsjoner og terminer med verdipapirer som er underliggende dersom disse skal være gjenstand for omsetning i annenhåndsmarkedet. Etter utvalgets syn bør det i det norske markedet, på lik linje med i andre land, kunne handles både børsnoterte og ikke børsnoterte opsjoner og terminer på verdipapirer. Utvalget legger i denne forbindelse avgjørende vekt på at det ikke bør være andre vilkår for utvikling av egnede instrumenter i det norske markedet, enn i utenlandske markeder. Den risiko som kan være forbundet med slik handel, kan etter utvalgets syn ivaretas uten krav til børsnotering, i samsvar med det som er vanlig i utenlandske markeder.

Utvalget foreslår etter dette en opphevelse av vphl. § 11a første ledd om at Kongen fastsetter hvilke opsjoner eller indeksopsjoner som til enhver tid vil være gjenstand for omsetning.

11.5.3 Organisert omsetning av derivater som omfattes av definisjonen av finansielt instrument

11.5.3.1 Krav til konsesjon for kursnotering av handler i derivater

Det fremgår av vphl. § 11a annet ledd første punktum, at offentlig kursnotering av handel med opsjoner ikke skal kunne forestås av andre enn norsk børs.

Uavhengig av behovet for å omsette derivater utenfor børs, legger utvalget til grunn at organisert omsetning, herunder offentlig kursnotering av derivater, kun bør foretas av børs opprettet i henhold til børsloven. Etter utvalgets syn hører imidlertid bestemmelsen i vphl. § 11a annet ledd første punktum mest naturlig hjemme i børsloven. Utvalget foreslår etter dette at bestemmelsen i vphl. oppheves. Det legges til grunn at departementet vurderer behovet for eventuelle justeringer i børsloven.

11.5.3.2 Adgang til å forestå kursnotering

Det følger av børsloven § 1-1, jf. § 4-2 at børsen kan forestå offentlig kursnotering av aksjer, obligasjoner og andre verdipapirer, jf. også børsforskriften § 1-1. Etter utvalgets syn bør børsens adgang til å forestå kursnotering utvides til ikke bare å omfatte opsjoner og terminer som i dag omfattes av vphl. § § 11a og 11b, men også andre derivater som omfattes av definisjonen av finansielt instrument. Utvalget antar at en slik utvidelse vil kunne ha liten praktisk betydning i forhold til de derivater som utstedes i bankmarkedet. Det bør imidlertid ikke ses bort fra at enkelte av disse derivatene også kan egne seg for organisert omsetning og kursnotering. Slik omsetning bør da kunne organiseres på børs med konsesjon til å drive børsvirksomhet.

Det følger av børsloven § 4-2 at børsstyret avgjør etter søknad fra utstederen om et verdipapir kan tas opp til notering på børsen. Bestemmelsen er lite tilpasset opptak av derivater (med unntak for enkelte kjøpsretter), idet opptak av slike ikke vil skje på bakgrunn av en utsteders ønske, men etter beslutning av børsen som så utformer de aktuelle derivater og serier av disse. Etter utvalgets syn bør børsloven tilpasses den praktiske fremgangsmåten forsåvidt gjelder kursnotering av derivater.

Det avgjørende for om et derivat bør kunne tas opp til notering, bør etter utvalgets syn være om derivatet kan antas å ha allmenn interesse og kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning. Et slikt krav generelt følger av børsloven § 4-3 første ledd. Det følger av samme bestemmelse tredje ledd at de nærmere regler om opptak til børsnotering fastsettes i børsforskriften.

I opsjonsforskriften § 3-2 annet ledd er det presisert at underliggende verdipapir må være

a) utstedt i et stort antall
b) spredt mellom mange eiere
c) gjenstand for betydelig omsetning.

Utvalget legger til grunn at denne bestemmelsen bør oppheves og at nærmere regler om børsnotering av derivater, herunder derivater basert på verdipapirer, på lik linje med regler om notering av verdipapirer, bør fastsettes i børsforskriften. Etter utvalgets syn bør de nærmere bestemmelser i børsforskriften bygge på de samme kriterier som i dag fremgår av opsjonsforskriften forsåvidt gjelder derivater basert på verdipapirer. Dette kan gjennomføres ved en overføring av opsjonsforskriftens bestemmelser til børsforskriften. Et alternativ kan dessuten være å benytte formuleringer i samsvar med f.eks. det svenske regelverket som forutsetter at det må foreligge «en betydelig handel med betryggende kursfastsettelse i den eller de underlig-

gende objektene». En mer generell formulering som denne må antas å kunne benyttes også når det gjelder derivater basert på rente og valuta.

Utvalget bemerker for øvrig at det i de fleste andre land er vanlig med separate derivatbørser. Børsloven er ikke til hinder for at det opprettes en slik separat børs. Utvalget legger til grunn at regler om organiseringen av børsen ligger utenfor utvalgets mandat, men påpeker at det vil kunne være hensiktsmessig med en gjennomgang av regelverket med tanke på en tilsvarende modernisering som de som er foretatt i Sverige og foreslått i Danmark.

11.5.4 Sikkerhetsstillelse

Utvalget viser innledningsvis til den redegjørelse for risikospørsmål knyttet til derivater som følger av *"Risikospørsmål knyttet til derivater"* i punkt 11.1.2 over.

Enkelte risikokomponenter er omtalt og ivaretatt ved de forslag utvalget fremla i sin første innstilling. Det vises til at utvalget har foreslått en egen bestemmelse om organisering av virksomheten i verdipapirforetak. Interne retningslinjer og instrukser for organiseringen av virksomheten, skal etter forslaget utarbeides av styret og daglig leder. Det er videre foreslått regler om risikobaserte kapitalkrav. Når det gjelder behov for gjennomsiktighet i markedet viser utvalget til at det er foreslått at plikten til å melde handler i børsnoterte finansielle instrumenter tas inn i vphl.

De særtrekk som foreligger når det gjelder handel i derivater og risiko forbundet med slik handel, tilsier etter utvalgets syn at det bør stilles særskilte krav til sikkerhetsstillelse ved slik handel. Som det fremgår i *"Krav til at handel i børsnoterte derivater foretas under medvirkning av oppgjørssentral"* i punkt 11.5.5.2 under, foreslår utvalget at handler i børsnoterte derivater, med unntak for enkelte kjøpsretter, skal foretas under medvirkning av en oppgjørssentral. Utvalget legger til grunn at slik oppgjørssentral må stille krav til løpende sikkerhet for de avtaler sentralen trer inn i, eller for øvrig garanterer for oppfyllelse av.

Etter gjeldende forskrift skal opsjonssentralen beregne daglige krav til sikkerhet etter nærmere regler i standardvilkårene. Utvalget legger til grunn at denne bestemmelsen bør endres slik at det i utgangspunktet er fullt ut opp til oppgjørssentralen å beregne nødvendig sikkerhet etter avtale med partene. Kravet til at sikkerheten skal beregnes løpende foreslås imidlertid tatt inn i loven. Utvalget viser til at det avhengig av de konkrete instrumentene, kan være tilstrekkelig med en løpende daglig avregning. Det kan imidlertid også være hensiktsmessig eller nødvendig med en hyppigere avregning.

I den grad oppgjørssentralen etter tilsynsmyndighetenes syn ikke beregner tilstrekkelig sikkerhet, bør det kunne pålegges slik sikkerhet som anses betryggende. Slik påleggskompetanse er i dag tillagt Kredittilsynet etter opsjonsforskriften § 5-4, tredje ledd. Etter utvalgets syn bør det kunne gripes inn ved manglende sikkerhetsberegning både ved pålegg i form av enkeltvedtak og ved forskrift. Forskriftskompetansen bør tilligge departementet som overordnet tilsynsorgan. I henhold til den alminnelige arbeidsfordeling mellom Kredittilsynet og departementet, jf. Kredittilsynsloven § 8, vil en eventuell forskrift gis etter tilråding fra Kredittilsynet. Utvalget antar at adgangen til å pålegge høyere sikkerhetsstillelse i konkrete tilfeller, også etter det fremtidige regelverket bør tilligge Kredittilsynet. Dette av hensyn til tidsperspektivet i forbindelse med akutte krisesituasjoner. Etter det utvalget er kjent med er det etablert rutiner for håndtering av slike krisesituasjoner i dag, mellom Kredittilsynet, Oslo Børs, VPS og NOS. Utvalget foreslår at kompetansen etter loven legges til departementet.

Gjeldende regelverk for børsnoterte derivater bygger i hovedsak på at garanti stilles på investornivå. Etter utvalgets syn har dette systemet klare fordeler. Det

vises til at sikkerhetsstillelse på investornivå medfører at hver enkelt investor må stille sikkerhet ut fra sin nettoposisjon i markedet. Ved sikkerhetsstillelse på meglernivå vil sikkerhet stilles for meglers nettoposisjon. Dette vil under ellers like betingelser medføre en lavere sikkerhet, idet utestående og innehatte posisjoner på vegne av ulike kunder kan «motregnes» (nettes) slik at sikkerhetskravet reduseres. Utvalget legger til grunn at gjeldende ordning i hovedsak bør videreføres. Det foreslås derfor at det i forskrift kan gis bestemmelser om hvem sikkerheten skal stilles av. Spørsmålet om sikkerhet skal stilles på investor- eller meglernivå vil for øvrig i første rekke være praktisk i forbindelse med børsnoterte derivater basert på verdipapirer.

Ettersom utvalget foreslår at det åpnes for frivillig clearing av ikke-børsnoterte derivater jf. *"Bruk av oppgjørssentral ved ikke-børsnoterte derivater"* i punkt 11.5.5.4, vil et system med sikkerhetsstillelse på investornivå for øvrig kunne være vanskelig å videreføre fullt ut. Det vises i denne sammenheng til at sikkerhetsstillelse på investornivå slik det i dag er organisert, i stor grad forutsetter at de aktuelle instrumentene er registrert i Verdipapirsentralen. Utvalget foreslår ingen pliktig registrering av ikke-børsnoterte derivater i VPS. Derivater basert på valuta og rente vil etter gjeldende regler heller ikke kunne registreres i VPS på frivillig basis. Det vil etter utvalgets syn være hensiktsmessig om VPS fikk hjemmel til slik registrering, slik at NOS/VPS kan iverksette et system for sikkerhet dersom det oppstår et marked for slike produkter.

Det foreslås at verdipapirforetakene skal påse at deres kunder stiller minst samme sikkerhet som oppgjørssentralen krever. Bestemmelsen vil i hovedsak få betydning der de aktuelle derivatene ikke er registrert i VPS, eller oppgjørssentralen av andre grunner krever sikkerhetsstillelse på meglernivå. Utvalget legger imidlertid til grunn at bestemmelsen også skal komme til anvendelse i tilfeller der verdipapirforetak formidler handler i utenlandske derivater under medvirkning av utenlandsk oppgjørssentral. Norges Banks derivatundersøkelse fra april 1995 viser at en viss slik handel allerede foregår. Når det gjelder verdipapirforetakenes adgang til å yte kreditt i forbindelse med derivathandel vises det for øvrig til utvalgets forslag i NOU 1995:1, herunder de krav til betryggende sikkerhet som der er foreslått.

Utvalget har vurdert om hensynet til systemkriser tilsier at det fastsettes utfyllende regler om sikkerhetsstillelse også ved handel i ikke-børsnoterte derivater som ikke foretas under medvirkning av oppgjørssentral. Slike regler kan eksempelvis omfatte krav om båndlegging av underliggende verdipapirer eller krav til at det stilles kontantsikkerhet. Utvalget vil peke på at ikke-børsnoterte derivater normalt bare vil være standardisert og gjenstand for omsetning dersom de er utstedt eller garantert av én institusjon. Oppgjørsrisikoen vil dermed bare være knyttet til denne institusjonens vilje og evne til å gjøre opp. Dette i motsetning til handel i børsnoterte derivater, med unntak av covered warrants, der oppgjørsrisikoen knyttet til de ulike utstedere må ivaretas gjennom medvirkning av en oppgjørssentral. På denne bakgrunn bør det etter utvalgets syn i utgangspunktet være opp til partene å avtale hvilken sikkerhet som skal stilles for de ulike derivatkontraktene. For verdipapirforetak bør det imidlertid fastsettes en generell forsiktighets-standard når det gjelder handel i derivater. Forsiktighetsstandarden bør relateres til den særskilte risiko som kan foreligge i derivatmarkedet, dvs. risikoen for at utsteder av opsjoner eller kjøper og selger av terminer ikke kan oppfylle sine forpliktelser på det fastsatte oppgjørstidspunkt. Det foreslås en generell bestemmelse om at verdipapirforetak ved formidling av handler i derivater skal påse at foretaket selv har tilstrekkelig sikkerhet for oppfyllelse av forpliktelsene etter derivatene. Bestemmelsen vil i praksis bare ha betydning der megler er ansvarlig for oppfyllelse av utstedt opsjonskontrakt eller kjøpt eller solgt termin. Forutsetningen om sikkerhet for oppfyllelse, relaterer seg bare til

oppgjøret i henhold til derivatkontrakten. Det foreslås ikke særskilte regler for oppgjør av derivatpremier og omsetning av selve derivatkontrakten e.l.

Verdipapirforetakene må i henhold til den foreslåtte forsiktighetsstandarden vurdere behovet for sikkerhetsstillelse konkret i forhold til hvert enkelt kundeforhold. Utvalget legger til grunn at en slik vurdering bør omfatte kundens kredittverdighet, herunder i hvilken grad det er gitt rettidig oppgjør ved andre handler gjennom verdipapirforetaket. Det vil kunne tenkes tilfeller der tidligere kundeforhold i seg selv vil tilfredsstille kravet til betryggende sikkerhet. Utvalget viser i denne forbindelse spesielt til handelen i valuta- og renteinstrumenter som foretas i bankmarkedet. Det legges altså ikke opp til at sikkerhet for oppgjøret i et hvert tilfelle skal innebære krav til kontantsikkerhet eller pantsettelse, men at det må foretas en helhetsvurdering basert på bl.a. kundeforhold. Når det gjelder derivater med verdipapirer som underliggende, antar utvalget for øvrig at de krav som stilles i det standardiserte børsmarkedet, bør benyttes som en veiledningsnorm i tilfeller som er sammenlignbare forsåvidt gjelder risiko.

I og med at verdipapirforetakene er under tilsyn, vil Kredittilsynet kunne gi pålegg om retting dersom det ikke kreves tilstrekkelig sikkerhet. Det vises dessuten til utvalgets forslag i NOU 1995:1 (som er lagt til grunn i Ot.prp. nr. 15 1995-96), der det fremgår at foretaket skal ha tilfredsstillende interne rutiner som bl.a. skal sikre at regler om sikkerhet for transaksjoner samt kapitaldekningsregler overholdes.

Utvalget viser for øvrig til at det ved handel i derivater basert på verdipapirer vil kunne oppstå tilfeller der leveringsforpliktelser etter derivatkontrakter overstiger antall utstedte underliggende verdipapirer. For standardiserte børsnoterte aksjeopsjoner er det i standardvilkårene § 11-4 fastsatt at børsen i særlige tilfeller, herunder ved strykning eller langvarig suspensjon av de underliggende aksjene, kan bestemme at det skal gjennomføres pengeoppgjør i stedet for aksjeoppgjør ved innløsning av opsjoner. Bestemmelsen er etter det utvalget er kjent med, fastsatt av hensyn til den uheldige kursutvikling som vil kunne oppstå i tilfeller som nevnt. Utvalget antar imidlertid at bestemmelsen også vil kunne benyttes dersom børsen ser at åpen balanse i aksjeopsjoner overstiger antall utstedte aksjer. Tilsvarende oppgjør vil ikke være sikret når det gjelder ikke-standardiserte aksjeopsjoner og heller ikke standardiserte derivater basert på obligasjoner. Når det gjelder børsnoterte derivater legger utvalget til grunn at det bør være opp til oppgjørssentralen og børsen å vurdere om det er behov for en særskilt bestemmelse om oppgjør i de nevnte tilfeller. Utvalget anser det ikke mulig å lovfeste en tilsvarende regel når det gjelder ikke-standardiserte derivater basert på verdipapirer, med mindre disse registreres i VPS, jf. *"Registrering i VPS"* i punkt 11.5.7 under. Det vises til at det ikke vil foreligge noen oversikt over åpen balanse i slike derivater. Eventuelle problemer ved innløsning av slike derivater må derfor løses etter alminnelige kontrakts- og erstatningsrettslige regler. Den nevnte problemstilling er for øvrig ikke aktuell i forbindelse med derivater basert på rente eller valuta.

11.5.5 Oppgjør ved derivathandel

11.5.5.1 Motregning (netting)

Utvalget viser til at en velfunksjonerende oppgjørsordning for derivater i noen grad vil avhenge av en avklaring av juridiske problemstillinger som ligger utenfor utvalgets mandat. Det vises spesielt til spørsmålet om i hvilken grad det kan foretas motregning i konkurstilfelle. Finansielle aktører er sentrale deltakere i et stort antall betalingstransaksjoner. Både ved handel med verdipapirer, derivater og ved betalingsformidling vil aktørene være eksponert for flere typer risiko. Adgangen til å

avregne posisjoner netto kan redusere kostnader og risiko, og i løpende normal drift vil likviditetsbehovet i oppgjøret reduseres. Dersom en av partene går konkurs eller blir underlagt tvangsakkord eller offentlig administrasjon, er avregningsavtalens rettslige stilling vesentlig. Basel-komiteen for banktilsyn – som har medlemmer fra sentralbankene i G 10 landene – har anbefalt at de enkelte land innfører lovregler som sikrer dette. EU har også anbefalt slik lovregulering. Dette er nå vedtatt i en rekke sentrale europeiske land samt i USA. Sverige vedtok en slik lovregulering med virkning fra 1. april 1995, og det foreligger et forslag om lovregulering i Danmark i forbindelse med Børsreform II. Norge har ikke lovgivning som regulerer forholdet, og rettstilstanden er i dag uklar.

Kredittilsynet og Norges Bank nedsatte høsten 1993 en arbeidsgruppe som skulle studere motregning av derivatkontrakter i forhold til finansinstitusjonenes kapitaldekningskrav. Gruppen leverte sin rapport i mai 1994 og konkluderte med at hvis avregningsavtalens rettslige stilling er slik at de faktisk reduserer finansinstitusjonenes risiko, er det naturlig at dette også får konsekvenser for kapitaldekningskravet. Det ble påpekt at det var en grunnleggende forutsetning for at slike avtaler kunne gjøres gjeldende overfor et konkursbo. Kredittilsynet nedsatte deretter en ny arbeidsgruppe for å vurdere videre behovet for endringer i norsk lovgivning og eventuelt foreslå lovendringer. Arbeidsgruppen avga sin innstilling til Kredittilsynet 15. desember 1995. Innstillingen var enstemmig. Fra oversendingsbrevet til Kredittilsynet siteres:

> «I vurderingen av de rettspolitiske hensyn som gjør seg gjeldende må det tas hensyn til de ulemper og fordeler aktørene og markedet kan oppnå ved en avklaring av de rettslige problemstillinger. Arbeidsgruppen har kommet frem til at fordelene med å innføre en lovgivning som sikrer at avregningsavtaler kan gjøres gjeldende etter sitt innhold også dersom en av aktørene går konkurs, er større enn ulempene. Gruppen foreslår at forholdet reguleres i verdipapirhandelloven.»

Verdipapirhandellovutvalget antar etter dette at Kredittilsynet og eventuelt departementet, på bakgrunn av arbeidsgruppens rapport, vil vurdere eventuelle regelverksendringer forsåvidt gjelder motregningsavtalers juridiske stilling og betydning for kapitaldekningskrav. Det antas videre at nettingproblematikk knyttet til oppgjør av derivater, herunder oppgjør på tvers av landegrenser vil bli vurdert i denne sammenheng. Utvalget finner det etter dette ikke nødvendig å gå nærmere inn på de problemstillinger som er skissert.

11.5.5.2 Krav til at handel i børsnoterte derivater foretas under medvirkning av oppgjørssentral

Utvalget antar at verdipapirforetaks handel (dvs. handel for egen regning og formidling av handel) i børsnoterte derivater bør foretas under medvirkning av en oppgjørssentral, med unntak av enkelte kjøpsretter (covered warrants), jf. nedenfor. Dette gjelder uavhengig av om derivatene er basert på verdipapirer, rente eller valuta. Medvirkning av en oppgjørssentral bidrar ikke bare til å sikre kreditt- og oppgjørsrisiko, men har også en praktisk funksjon i forhold til uttrekning av de parter som skal oppfylle en opsjon eller termin som ønskes innløst. Utvalget kan vanskelig se at børshandel i standardiserte derivater kan gjennomføres på en praktisk måte uten bruk av oppgjørssentral som kan forestå den praktiske gjennomføringen av oppgjøret. Tilgangen til å benytte oppgjørssentral må etter utvalgets syn ses som en særskilt sikring av kvaliteten i det organiserte markedet.

Det må antas at markedsaktørene, dvs. børsen og verdipapirforetakene vil velge å foreta handel i børsnoterte derivater under medvirkning av en oppgjørssentral. Dette kunne tilsi at det ikke er behov for noe påbud om bruk av oppgjørssentral i loven. Utvalget foreslår allikevel at det fremgår av vphl. at verdipapirforetaks handel i børsnoterte derivater skal foretas under medvirkning av oppgjørssentral. Bestemmelsen foreslås tatt inn som nytt ledd i utvalgets tidligere forslag til en egen bestemmelse om handel i børsnoterte finansielle instrumenter, jf. NOU 1995:1, side 93 flg.

11.5.5.3 Bruk av oppgjørssentral ved børsnoterte kjøpsretter

Det følger av opsjonsforskriften § 1-1 annet ledd bokstav c) at forskriften ikke gjelder for «andre kjøpsretter til aksjer etter nærmere bestemmelser av Finansdepartementet». I medhold av bestemmelsen vil det som nevnt tidligere kunne gjøres unntak for såkalte covered warrents der kjøpsretter kun utstedes én gang av en investor som eier de underliggende aksjene, og der rettene omsettes på samme måte som ordinære verdipapirer.

Utvalget vil vise til at en av de viktigste forskjellene mellom de standardiserte børsnoterte opsjonene og warrants er at sistnevnte ofte handles uten medvirkning av en oppgjørssentral. Bakgrunnen for dette er at tradisjonelle warrants alltid blir oppgjort mot opprinnelig utstedende selskaps utstedelse av egne aksjer. Det anses som lite sannsynlig at selskapet skal unnlate å utstede aksjer da dette er en markedsmessig priset kapitalkilde. En eventuell manglende oppfyllelse av de juridiske forpliktelsene vil også gjøre ubotelig skade på selskapets finansielle omdømme. Dersom selskapet går konkurs i kontraktens levetid vil for øvrig aksjen være null verdt uansett om en oppgjørssentral forestår oppgjøret eller ei. Omsetningen av tradisjonelle warrants kan derfor sammenlignes med omsetning av vanlige aksjer med tanke på oppgjørsrisiko.

Fremveksten av markedet for covered warrants har imidlertid introdusert nye risiki. Her skjer også oppgjør mot opprinnelig utstedende part, men ved hjelp av f.eks. aksjer denne parten allerede eier i annet selskap. Oppgjørsrisikoen er derfor som for vanlige standardiserte opsjoner, og denne typen warrants er derfor internasjonalt sett ofte handlet under medvirkning av en oppgjørssentral som Cedel eller Euroclear. Dette eliminerer i praksis oppgjørs- og motpartsrisiko for investor.

Etter utvalgets syn vil det ikke være samme behov for medvirkning av oppgjørssentral ved handel i de nevnte warrants selv om disse børsnoteres. Hensynet til kreditt- og oppgjørsrisiko ved slike kjøpsretter, vil kunne ivaretas gjennom båndleggelse av de underliggende verdipapirene, ved margininnbetaling eller annen sikkerhetsstillelse ved utstedelsen av serien eller eventuelt gjennom frivillig bruk av oppgjørssentral. Som nevnt vil det dessuten kunne foreligge tilfeller der den utstedende institusjonens soliditet, f.eks. der finansinstitusjoner utsteder rettene, anses som tilstrekkelig sikkerhet. Det vises til det som er sagt under *"Kjøpsretter mv"* i punkt 11.3.1.3 foran. Utvalget viser dessuten til at børsnotering av kjøpsretter vil være betinget av at utsteder utarbeider et introduksjonsprospekt etter reglene i børsforskriften. Investorene, herunder verdipapirforetakene, må dermed antas å gis tilstrekkelig informasjon til å vurdere utsteders soliditet.

Utvalget antar etter dette at det ikke er behov for å lovfeste et krav om at den løpende handel med børsnoterte kjøpsretter foretas under medvirkning av en oppgjørssentral. Det bør imidlertid stilles krav om at verdipapirforetak påser at det har tilstrekkelig sikkerhet for oppgjør ved handel for egen regning og formidling av handler i kjøpsretter som nevnt. Det vises til drøftelsen under *"Sikkerhetsstillelse"* i punkt 11.5.4 foran.

Som før nevnt er warrants handlet i stor skala både over børs og OTC. Ofte står store internasjonale banker som utsteder og garantister da som oftest av covered warrants. De største markedene finnes i UK, Sveits, Japan og USA. Warrants har fått en mer standardisert form som et resultat av at omsetningen i vesentlig grad skjer med børs som markedsplass. *Fleksibilitet* for utsteder og investor er likevel hovedgrunnen til den enorme utviklingen i disse instrumentene, komplett standardisering er derfor en usannsynlig og lite hensiktsmessig utvikling.

Den særlige fleksibilitet warrants tilbyr både utsteder og investor gjør at dette markedet forsatt må forventes å være i vekst. Instrumentet er meget velegnet til både risikosikring, kapitaltilgang og spekulasjon. Disse egenskapene gjør etter utvalgets syn warrants til en nødvendig og effektiv bestanddel i et velutviklet finansmarked.

Utvalget foreslår at det fastsettes et generelt unntak fra kravet til bruk av oppgjørssentral ved omsetning av kjøpsretter til omsettelige verdipapirer utstedt på like vilkår, samtidig og i en gitt mengde.

11.5.5.4 Bruk av oppgjørssentral ved ikke-børsnoterte derivater

Bruk av oppgjørssentral ved utstedelse av ikke-børsnoterte derivater, eller handel med slike i et annenhåndsmarked, anses lite praktisk for de derivater som i hovedsak handles i rente og valutamarkedet. Når det gjelder derivater basert på verdipapirer har det imidlertid vært reist spørsmål om også utstedelse eller handel i såkalte ad hoc derivater bør skje under medvirkning av oppgjørssentral. Utvalget anser ikke dette nødvendig. Det vises i denne sammenheng til at slike derivater ikke nødvendigvis vil være standardiserte og av en slik art at de kan registreres i VPS, jf. bl.a. nærmere omtale under *"Registrering i VPS"* i punkt 11.5.7. Dette medfører at slike instrumenter ikke nødvendigvis er egnet til å handles under medvirkning av oppgjørssentral, slik oppgjørsvirksomheten i det norske markedet er organisert i dag.

Et annet spørsmål er om det bør være adgang til å benytte oppgjørssentral ved utstedelse og handel i ikke-børsnoterte derivater basert på verdipapirer. Etter utvalgets syn bør aktørene i verdipapirmarkedet kunne velge å benytte oppgjørssentral uavhengig av om derivatene er børsnoterte. Det vises til at slik bruk vil kunne medføre en øket sikkerhet for oppfyllelse, både i form av standardiserte former for sikkerhetsstillelse, og ved at selve gjennomføringen av oppgjøret forestås av oppgjørssentralen. Det vises dessuten til at bruk av oppgjørssentral kan bidra til en større åpenhet og oversikt i markedet. Slik åpenhet kan både være av betydning for markedsaktørene og for tilsynsmyndighetene. Utvalgets forslag bygger etter dette på at utstedelse og handel i ikke-børsnoterte derivater, kan foretas gjennom oppgjørssentral med særskilt tillatelse til å drive oppgjørsvirksomhet, jf. *"Oppgjørssentral"* i punkt 11.5.6. Dette vil gjelde uavhengig av om derivatene er basert på verdipapirer, valuta eller rente. Utvalget antar imidlertid at bruk av oppgjørssentral er lite praktisk eller endog uegnet i forbindelse med derivater basert på rente og valuta. Tilsvarende gjelder ved kjøpsretter som utstedes av en eller en gruppe utstedere. Det vil uansett være opp til investorene å velge om de vil benytte seg av de tjenester slik oppgjørssentral tilbyr.

Dersom handelen foretas under medvirkning av en oppgjørssentral, legges det som nevnt til grunn at verdipapirforetaket skal påse at kunden stiller minst den samme sikkerhet som oppgjørssentralen krever, jf. *"Sikkerhetsstillelse"* i punkt 11.5.4 Dette bør gjelde uavhengig av om oppgjørssentralens medvirkning er påbudt som følge av at derivatene er børsnoterte, eller om det er etablert frivillige oppgjørsordninger for ikke-børsnoterte derivater.

11.5.6 Oppgjørssentral

11.5.6.1 Virksomhet som oppgjørssentral

Det følger av gjeldende regelverk at opsjons- og terminhandel skal foregå under medvirkning av en oppgjørssentral som enten er kontraktspart eller garantist for oppfyllelse av kontraktene og som har tillatelse til å drive slik virksomhet.

Utvalget foreslår som nevnt ingen plikt til å benytte oppgjørssentral annet enn der derivatene er børsnotert (med unntak for covered warrants). Konsesjonsplikten for å drive oppgjørsvirksomhet bør imidlertid videreføres uavhengig av om virksomheten gjelder børsnoterte derivater.

I NOU 1995:1 foreslo utvalget regler om oppgjørssentral i forbindelse med lån av finansielle instrumenter. Som det fremgår i *"Stedlig virkeområde"* i punkt 5.4.8 i utredningen foreslår utvalget at investeringsforetak som låner ut eller inn finansielle instrumenter og som formidler avtaler om lån av finansielle instrumenter, enten må benytte standardiserte låneavtaler godkjent av Kredittilsynet eller må cleare avtalen i oppgjørssentral etter nærmere regler fastsatt av departementet. Oppgjørsvirksomhet må på bakgrunn av dette forslaget antas å i fremtiden ikke bare knytte seg til derivathandel men også til låneordninger. På denne bakgrunn foreslår utvalget at det tas inn en definisjon i loven av hva som skal anses som konsesjonspliktig oppgjørsvirksomhet. De regler som foreslås om virksomhet som oppgjørssentral, organisering mv. foreslås gjort gjeldende for både det som i dag omtales som opsjonssentraler og for oppgjørssentraler som driver virksomhet i forbindelse med verdipapirlån. Utvalget har tidligere foreslått at nærmere regler om oppgjørssentral som driver virksomhet knyttet til verdipapirlån, fastsettes i forskrift. På bakgrunn av de regler som foreslås nedenfor antar utvalget at den foreslåtte forskriftshjemmel kan tas ut.

De sentrale oppgaver for en oppgjørssentral er etter utvalgets syn å sikre oppfyllelse ved å tre inn som part eller garantist for de aktuelle avtalene. Dette gjelder både avtaler om kjøp og salg av derivater, og avtaler om utlån og innlån av finansielle instrumenter. Utvalget peker for øvrig på at en oppgjørssentral vil kunne ha behov for selv å låne finansielle instrumenter, der dette er nødvendig for å oppfylle sentralens forpliktelser i forbindelse med oppgjør av derivatkontrakter.

Når det gjelder pengeoppgjøret i forbindelse med derivatkontrakter viser utvalget til at dette vil måtte foretas av bankene på samme måte som oppgjør ved handel i verdipapirer for øvrig. Selv om bank må forestå den konkrete godskriving og belastning av bankkonti mv., vil imidlertid oppgjøret måtte foretas gjennom et nært samarbeid mellom oppgjørssentral og oppgjørsbank.

Oppgjørsvirksomhet foreslås etter dette definert som yrkesmessig virksomhet som består i å tre inn som part eller på annen måte garantere oppfyllelse av finansielle instrumenter som nevnt i utvalgets forslag til § 1-2 annet ledd nr. 4-7, eller lån av finansielle instrumenter.

Det legges til grunn at ytelse av investeringstjenester faller utenfor definisjonen av oppgjørsvirksomhet. Dette gjelder uavhengig av om verdipapirforetakene i henhold til loven er ansvarlig overfor oppdragsgiver og den de slutter avtale med, for oppfyllelse av kjøp eller salg det har foretatt. Også den oppgjørsvirksomhet kredittinstitusjonene utfører som ledd i sin alminnelige virksomhet, vil falle utenfor definisjonen, og fortsatt reguleres av de respektive særlover for slike institusjoner. Grensen mot oppgjørsvirksomhet som vil forutsette særskilt tillatelse, vil imidlertid vanskelig kunne fastsettes absolutt. Det vil derfor måtte bero på en konkret vurdering om et verdipapirforetaks eller kredittinstitusjons oppgjørsvirksomhet anses omfattet av den særlige konsesjonsplikten etter de regler som foreslås i vphl.

11.5.6.2 Generelt om virksomhet som oppgjørssentral i det norske markedet

Utvalget antar at det å drive virksomhet som oppgjørssentral i det norske markedet naturlig vil kunne være monopolistisk. Etter utvalgets syn bør det imidlertid ikke legges opp til noe rettslig monopol. Slik situasjonen er i dag antar utvalget at det vil være vanskelig for andre enn den etablerte opsjonssentralen å etablere oppgjørsvirksomhet i det norske markedet. Dersom f.eks. opsjonssentralen krever avgifter på et slikt nivå at andre anser de kan drive tilsvarende virksomhet med lavere kostnader for markedsaktørene, vil det imidlertid være åpnet for etablering av konkurrerende oppgjørssentraler.

Utvalget vil for øvrig nevne at de krav som er foreslått over ikke bør utelukke at børs driver oppgjørsvirksomhet. Som nevnt over la Finanskomiteens flertall i Innst. O. nr. 75 (1988-89) til grunn at det bør være et skille mellom markedsplass og oppgjørsfunksjon. Utvalget deler ikke uten videre denne vurderingen slik situasjonen er nå. Integrerte løsninger er ikke uvanlig i utlandet, uten at dette så langt utvalget vet har medført spesielle problemer. Ettersom det foreslås at oppgjørsvirksomhet skal organiseres i aksjeselskap, vil børsen som en stiftelse ikke kunne drive slik virksomhet annet enn i datterselskap med mindre departementet gjør unntak fra bestemmelsen. Eventuelle endringer i børsloven faller utenfor utvalgets mandat. Utvalget anser imidlertid at det ikke bør utelukkes at børs kan drive slik virksomhet integrert dersom de i henhold til børsloven sto fritt organisasjonsmessig og dermed kunne organiseres som aksjeselskap. Det påpekes for øvrig at de integrerte handelsplasser og oppgjørsfunksjoner i utlandet kun omfatter derivater. Utvalget er ikke kjent med eksempler på at børser som er handelsplass for både derivater og underliggende instrumenter også utfører oppgjørsfunksjoner for derivathandelen. Manglende eksempler på en slik full integrering, bør imidlertid ikke utelukke at dette kan være hensiktsmessig.

Utvalget antar at virksomhetsbegrensningen i børsloven § 1-3 ikke bør være til hinder for en integrert løsning som nevnt. Utvalget vil allikevel peke på at det med det norske regelverket for etablering av børs og med kun en etablert norsk børs, kunne være hensiktsmessig å lette på vilkårene for å etablere børs for å legge til rette for en reell etableringskonkurranse dersom det anses hensiktsmessig med en integrert løsning. Utvalget antar i denne forbindelse at det i like stor grad ville kunne være interessant for en oppgjørssentral å søke tillatelse til også å være derivatbørs, som for en eksisterende børs å søke tillatelse til også å forestå oppgjøret.

Uavhengig av hvilke endringer som eventuelt måtte bli vedtatt både når det gjelder børsvirksomhet og oppgjørsvirksomhet, legger utvalget stor vekt på at det bør være reell konkurranse i det norske markedet mht. etablering av hensiktsmessige løsninger for så vidt gjelder handel i børsnoterte derivater. Dersom det anses hensiktsmessig at børs- og oppgjørsvirksomhet kan drives innen samme konsern eller integrert på annen måte, er det derfor utvalgets syn at de etablerte institusjoner i det norske verdipapirmarkedet, bør ha de samme praktiske muligheter for å etablere slike løsninger på det tidspunkt det eventuelt åpnes for det.

I det følgende har utvalget vurdert hvilke krav som bør stilles for tillatelse til å drive oppgjørsvirksomhet i det norske markedet. De vilkår som foreslås må ses på bakgrunn av de generelle synspunkter som nevnt over.

11.5.6.3 Selskapsform og eierforhold i oppgjørssentral

Det følger av opsjonsforskriften § 5-2 at opsjonssentral skal organiseres som aksjeselskap eller med departementets godkjennelse, som selveiende stiftelse eller på annen måte.

En forutsetning for at konsesjon kan gis bør etter utvalgets syn være at virksomheten er organisert på betryggende måte i en enhet som er egnet å føre tilsyn med. Etter utvalgets syn vil aksjeselskapsformen som en gjennomregulert selskapsform være best egnet i denne henseende. Utvalget foreslår derfor at foretak som vil drive oppgjørsvirksomhet som hovedregel skal organiseres som aksjeselskap. For ikke å utelukke eventuelle andre organisasjonsformer som kan anses hensiktsmessig og som er egnet til å føre tilsyn med, foreslås det at departementet kan gjøre unntak fra kravet til aksjeselskapets form.

Det foreligger i dag ingen harmonisering av regler om oppgjørsvirksomhet innen EØS-området. Det vil derfor heller ikke foreligge noen forpliktelse etter EØS-avtalen til å åpne for at europeiske oppgjørssentraler kan drive virksomhet rettet mot det norske markedet i medhold av tillatelse fra hjemstatsmyndighetene. Etter utvalgets syn kan det imidlertid oppstå spørsmål om det alminnelige ikke-diskrimineringsforbudet i EØS-avtalen tilsier at utenlandske oppgjørssentraler i noen grad bør gis anledning til å drive virksomhet i Norge uten å etablere et norsk aksjeselskap. Dette i tilfelle der oppgjørssentralen er underlagt krav til tillatelse og tilsyn i hjemlandet. Utvalget anser det ikke nødvendig å gå inn på de nærmere vurderinger av EØS-forpliktelsene på dette punktet. Etter utvalgets syn bør det uavhengig av EØS-forpliktelsene kunne åpnes for at utenlandske oppgjørssentraler kan drive virksomhet i Norge dersom de er gitt tillatelse og er underlagt betryggende tilsyn i hjemlandet. Slik virksomhet vil f.eks. kunne være aktuell dersom en utenlandsk oppgjørssentral ønsker å tilby tjenester til norske investorer som en del av sin virksomhet i et utenlandsk marked.

Utvalget foreslår etter dette at Kongen kan fastsette at utenlandsk oppgjørssentral som er gitt tillatelse til å drive oppgjørsvirksomhet og er underlagt myndighetstilsyn i hjemlandet, skal kunne drive oppgjørsvirksomhet i Norge uten hinder av kravet om organisering som norsk aksjeselskap og kravet til kontrollkomité, jf. *"Krav til organisering av oppgjørssentral"* i punkt 11.5.6.4 under.

Utvalget har vurdert om det bør stilles krav til eierforhold i norsk oppgjørssentral, eksempelvis i form av eierbegrensningsregler i samsvar med det som gjelder for finansinstitusjoner, eller i form av krav om godkjennelse av aksjonærer med en viss andel av aksjekapitalen. Etter utvalgets syn vil det av hensyn til markedets tillit til oppgjørssentralen kunne anses hensiktsmessig at alle interessegrupper blant markedsaktørene er eiere i sentralen, fremfor at sentralen eies av f.eks. én aksjonær alene. Spesielt gjelder dette dersom sentralens eier er aktør i verdipapirmarkedet. På den annen side vil eierbegrensningsregler etter utvalgets syn påvirke den reelle etableringskonkurransen, idet slike regler må antas å gjøre det vanskeligere å etablere en oppgjørssentral. Sterk eierkonsentrasjon vil dessuten kunne medføre større evne til å fremskaffe nødvendig kapital f.eks. i forbindelse med likviditetskriser.

Utvalget finner etter en helhetsvurdering ikke grunn til å foreslå ordinære eierbegrensningsregler. I tillegg til de punkter som er nevnt, vises det til at det ikke bør utelukkes hensiktsmessige eierkonstellasjoner som er vanskelige å forutse i dag. Det vises bl.a. til det som er sagt under *"Generelt om virksomhet som oppgjørssentral i det norske markedet"* i punkt 11.5.6.2 om integrert børs- og oppgjørsvirksomhet. Det vises dessuten til at utvikling av nye produkter i markedet kan føre til at oppgjørsvirksomhet knyttet til nisjeprodukter, mest effektivt kan drives i regi av f.eks. en bank eller et verdipapirforetak.

Utvalget legger etter dette til grunn at det bør stå åpent for både verdipapirforetak, børsen, industriforetak og andre, å være eier av oppgjørssentral. Dette gjelder uavhengig av aksjonærens nasjonalitet. Det avgjørende bør ikke være hvem som eier foretaket, men at virksomheten drives i betryggende former. I samsvar med det som er foreslått for verdipapirforetak foreslås det imidlertid at tillatelse til å drive

oppgjørsvirksomhet kan nektes dersom aksjonær med betydelig eierandel i oppgjørssentralen ikke anses å være egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket. Som betydelig eierandel vil i samsvar med det som gjelder for verdipapirforetakene, regnes direkte eller indirekte eierandel som representerer minst 10 pst. av aksjekapitalen eller stemmene, eller som gjør det mulig å utøve betydelig innflytelse over forvaltningen av selskapet. Utvalget foreslår ikke regler om meldeplikt ved endringer i aksjonærstrukturen slik som det er foreslått for verdipapirforetakene. Eventuelle rapporteringskrav i forbindelse med eierskifte kan pålegges oppgjørssentralen i medhold av kredittilsynsloven. Det vises dessuten til at tillatelse til å drive oppgjørsvirksomhet vil kunne tilbakekalles dersom vilkårene for tillatelsen, herunder aksjonærenes egnethet, ikke lenger er oppfylt.

11.5.6.4 Krav til organisering av oppgjørssentral

Utvalget foreslår en videreføring i loven av opsjonsforskriften § 5-2 (3) om at sentralen skal ha en kontrollkomité valgt av generalforsamlingen. Kontrollkomiteen må ses som et særskilt sikkerhetsorgan som skal påse at virksomheten drives forsvarlig. Utvalget viser til den betydning en oppgjørssentral vil ha i markedet, og legger til grunn at det er behov for et slikt særskilt kontrollorgan i denne type virksomhet. Gjeldende bestemmelse om at kontrollkomiteen skal godkjennes av Kredittilsynet foreslås opphevet. I stedet foreslås det at generalforsamlingen skal fastsette instruks for kontrollkomiteen og at denne instruksen skal godkjennes av Kredittilsynet. Det foreslås for øvrig en presisering av kontrollkomiteens oppgaver. I samsvar med tilsvarende bestemmelse i forsikringsvirksomhetsloven foreslås det fastsatt at kontrollkomiteen skal føre tilsyn med oppgjørssentralens virksomhet og påse at den følger lover, forskrifter og vilkår, samt vedtekter og vedtak i selskapets besluttende organer.

Ettersom det foreslås at virksomheten må organiseres som aksjeselskap, foreslås det ikke regler om andre selskapsorganer enn kontrollkomité. Regler om selskapsorganer vil fremgå av aksjelovens alminnelige bestemmelser.

Utvalget foreslår at ansatte og tillitsvalgte i oppgjørssentral pålegges taushetsplikt på lik linje med det som gjelder for finansinstitusjoner og verdipapirforetak. Taushetsplikten vil også omfatte ansatte i utenlandsk oppgjørssentral som er gitt tillatelse til å drive virksomhet i Norge.

11.5.6.5 Kapital- og likviditetskrav

Etter gjeldende opsjonsforskrift skal opsjonssentral ha en aksjekapital på minst NOK 10 millioner. I tillegg skal det stilles en sikkerhet på NOK 50 millioner for det ansvar opsjonssentralen kan pådra seg ved utøvelsen av virksomheten.

Risikoen for oppgjørsvirksomhet er avhengig av det antall kontrakter det foretas oppgjør for, risikoen for endringer i verdien av de underliggende finansielle instrumentene, hvilke krav til sikkerhet som stilles i forhold til avtalepartene, samt faren for teknisk eller menneskelig svikt i forbindelse med virksomheten.

Norsk Opsjonssentral AS har i dag interne instrukser som stiller følgende krav til egenkapitalens størrelse:

–egenkapitalen skal dekke ett års drift uten inntekter, slik at selskapet kan bygges ned på kontrollert måte uten at aktører påføres tap.

–egenkapitalen skal dekke tap innen aksjerelaterte derivater beregnet som det største av ulike misligholds-scenarier knyttet til handel, innløsninger og kurssvingninger.

–egenkapitalen skal dekke mislighold innenfor rentederivater beregnet ut fra

ekstreme rentebevegelser.

Summen av de tre nevnte punktene skal til enhver tid være dekket av selskapets egenkapital. Pr. 30. juni 1995 har Norsk Opsjonssentral en egenkapital på ca. NOK 55 mill.

Oppgjørssentralens risiko vil i hovedsak bestå i differansen mellom markedskurs og avtalt kurs på innløsningstidspunktet. Etter gjeldende system kreves det en margin på 25 pst. av det underliggende verdipapirets markedsverdi på utstedelsestidspunktet ved utstedelse av opsjoner. Utstedte og innehatte posisjoner kan i en viss grad motregnes, men marginkravet for en utsteder vil aldri settes lavere enn 7 pst. av markedskursen. Sikkerhet for futures stilles etter de samme prinsipper, men her må både kjøper og selger stille sikkerhet, idet begge er forpliktet etter kontrakten. Det kreves i dag en margin på NOK 50.000 pr. underliggende verdi på NOK 1 million. Kontraktene avregnes daglig. Dersom det utbetales midler fra marginkontoen som følge av den daglige avregningen, må kontoen fylles opp igjen på det tidspunkt den er nede i NOK 35.000. Ved utløpet av futureskontrakten har oppgjørssentralen etter dagens system, sikkerhet for at oppgjør av verdipapirer foretas samtidig med oppgjør av pengeforpliktelsene. Sentralens risiko er dermed redusert i forhold til de alminnelige oppgjørsrutinene i VPS. Dersom det oppstår problemer i oppgjøret, har NOS avtale om lån av de underliggende verdipapirene. Slike problemer har foreløpig ikke oppstått.

Utvalget legger til grunn at det i utgangspunktet bør være opp til foretaket som driver oppgjørsvirksomhet å påse at foretaket har tilstrekkelig kapital i forhold til den konkrete virksomhet som drives. Foretaket forutsettes derfor å vurdere sitt kapitalbehov løpende. Behovet for kapital vil avhenge av bl.a. hvilke krav til sikkerhet foretaket stiller i forhold til sine medlemmer/kunder. Utvalget foreslår at det tas inn en bestemmelse i loven om at oppgjørssentral skal ha en ansvarlig kapital som er forsvarlig i forhold til den virksomhet som drives.

Uavhengig av at det i utgangspunktet bør tilligge oppgjørssentralen å påse at den har en kapital som er tilstrekkelig i forhold til den virksomhet som drives, bør det imidlertid stilles et lovbestemt minimumskrav. Utvalget anser det opplagt at det ikke bør kunne startes og drives oppgjørsvirksomhet med kun den minimums aksjekapital som følger av aksjeloven, uavhengig av omfanget på virksomheten. En oppgjørssentral bør i en slik henseende behandles på linje med bl.a. finansinstitusjoner og verdipapirforetak som alle er pålagt kapitalkrav. Utvalget foreslår etter en skjønnsmessig vurdering at det fastsettes et krav til at foretaket minst skal ha en ansvarlig kapital på NOK 50 millioner. Det vises til at det også for finansinstitusjoner er gitt regler om minste ansvarlige kapital. For finansinstitusjoner fremgår det av forskrift 1. juni 1990 nr. 435 om beregning av ansvarlig kapital, hvilke komponenter som kan inngå i kapitalen. Utvalget legger til grunn at det også for oppgjørssentraler, bør fastsettes nærmere regler om hva som skal regnes som ansvarlig kapital i forskrift. Det foreslås etter dette at oppgjørssentral til enhver tid må ha en ansvarlig kapital på minst NOK 50 millioner, og at nærmere regler om hva som skal regnes som ansvarlig kapital fastsettes i forskrift. Det foreslås imidlertid at departementet kan gjøre unntak fra minimumskravet for oppgjørssentral som driver begrenset virksomhet. Dette anses ønskelig for å motvirke rettslige etableringshindre ved oppstart av ny virksomhet.

I tillegg til et minimumskrav til oppgjørssentralens ansvarlige kapital, anser utvalget det nødvendig at det stilles minimumskrav til selskapets likviditet. Tilgang til likvide midler må anses som en absolutt forutsetning for at oppgjørssentralen skal kunne oppfylle sine forpliktelser ved mislighold fra dets medlemmer/kunder. Etter utvalgets syn kan et likviditetskrav skjønnsmessig fastsettes til minst halvparten av

foretakets ansvarlige kapital. Det understrekes at dette vil være et minimumskrav og at det til enhver tid vil være opp til selskapet å påse at det har tilstrekkelige likvide midler ut fra den konkrete virksomhet som drives. Som likvide midler regner utvalget i første rekke bankinnskudd. Tilsvarende gjelder garantier i form av ubetingede trekkrettigheter i kredittinstitusjon. Utvalget legger til grunn at bankinnskudd og garantier både kan, og i en viss grad bør, være knyttet til utenlandske kredittinstitusjoner. Dette for å spre risikoen for bankproblemer i form av enten kapitalproblemer eller eksempelvis bankstreik.

Når det gjelder statsobligasjoner viser utvalget til at likviditeten i det norske markedet er varierende. Utvalget antar derfor at det ikke bør legges til grunn at slike i et hvert tilfelle kan anses tilstrekkelig likvide. Ettersom likviditetskravet foreslås som et absolutt minimumskrav, foreslår utvalget at dette bare kan oppfylles ved midler bestående av bankinnskudd eller ubetingede trekkrettigheter i kredittinstitusjoner. Ved vurderingen av om oppgjørssentral har tilstrekkelig likviditet på bakgrunn av den virksomhet som drives, bør det imidlertid kunne legges vekt på eventuelle plasseringer i statsobligasjoner som kommer i tillegg til det foreslåtte minimumskrav.

Det følger av gjeldende regler i vphl., jf. kredittilsynsloven, at opsjonssentral er under tilsyn av Kredittilsynet. Tilsvarende vil gjelde for oppgjørssentral etter de regler utvalget foreslår. Tilsyn vil føres med bl.a. at kravene til forsvarlig kapital og likviditet er oppfylt. Dersom kravene ikke er oppfylt vil Kredittilsynet kunne gi pålegg om retting. Kredittilsynet kan i medhold av tilsynsloven § 4 nr. 6 dessuten pålegge de institusjoner det har tilsyn med, å ha en høyere ansvarlig kapital enn de lovbestemte minimumskrav.

11.5.6.6 Tilslutning til oppgjørssentral

Det følger av standardvilkårene § 2-2 (1) at «som clearingrepresentant kan oppnevnes handelsrepresentant eller et annet opsjonshandlerforetak eller en oppgjørsbank». Handelsrepresentant må være fondsmeglerforetak. Clearingrepresentanten er ansvarlig for sluttkundens samtlige forpliktelser som følge av handel og clearing, herunder for sikkerhetsstillelse og oppgjør. En handelsrepresentant som ikke er clearingrepresentant er kun ansvarlig for sluttkundens forpliktelse til å betale opsjonspremier og handelsavgifter.

Etter utvalgets syn vil det å være deltaker i oppgjørsordningen på vegne av andre, være konsesjonspliktig virksomhet som ytelse av investeringstjenster. Det legges derfor til grunn at det kreves konsesjon som verdipapirforetak for å være slik deltaker på vegne av andre.

Etter utvalgets syn bør det være opp til oppgjørssentralen å vurdere om det skal stilles særskilte krav for at verdipapirforetak skal kunne delta i oppgjørsordningen. Det vises imidlertid til at det følger av ISD art. 15 at investeringsforetak med hovedsete i EØS-land skal gis rett til å bli medlemmer av eller tiltre nasjonale clearing- og oppgjørssystemer. Utvalget legger til grunn at foretak med tillatelse til å drive virksomhet som oppgjørssentral ikke på bakgrunn av nasjonalitet kan nekte verdipapirforetak som etter vphl. kan yte investeringstjenester i Norge, adgang til oppgjørsordningen.

Etter utvalgets syn bør det være opp til oppgjørssentralen å avgjøre om også andre enn verdipapirforetak bør kunne være direkte deltakere i oppgjørsordningen for handler de foretar på egne vegne. Etter gjeldende regler og oppgjørssystem er det en del praktiske forhold som er til hinder for at andre enn verdipapirforetak er clearingrepresentant. Det å være clearingrepresentant forutsetter at foretaket også har anledning til å være kontofører i VPS, samt har adgang til å ha oppgjørskonto i

Norges Bank. Utvalget ser ikke bort fra at det vil kunne foretas endringer i regelverk og praksis når det gjelder disse forholdene. Det vises dessuten til at et tilsvarende system som etter gjeldende regler, ikke nødvendigvis vil være praktisk dersom det i samsvar med utvalgets forslag skal kunne drives oppgjørsvirksomhet knyttet til ikke-børsnoterte derivater.

Det kan spørres om det overhodet bør åpnes for at de enkelte investorer skal kunne delta direkte i oppgjørsordningen uten å gå gjennom en representant, dvs. i praksis et verdipapirforetak. Fordelen med gjeldende system er at oppgjørssentralen vil ha to subjekter å forholde seg til, clearingrepresentanten og sluttkunden. Sikkerheten i å kunne forholde seg til to rettssubjekter vil imidlertid avhenge av de enkeltes betalingsevne- og vilje. Utvalget legger til grunn at tilstrekkelig sikkerhet kan oppnås gjennom de marginkrav sentralen skal fastsette, og at sentralen må fastsette disse ikke bare på bakgrunn av arten av de finansielle instrumentene, men også på bakgrunn av soliditeten til vedkommende som deltar i oppgjørsordningen. Det vises dessuten til at investorer det kan antas vil være interessert i direkte tilknytning til oppgjørsordningen, sannsynligvis i hovedsak vil være finansinstitusjoner. Disse er underlagt særlige regler om kapitalkrav og tilsyn. De vil derfor ikke stå i noen annen stilling enn det fondsmeglerforetak i dag gjør, forsåvidt gjelder foretakets handel i derivater for egen regning. Etter utvalgets syn bør det anses positivt dersom disse institusjonene kan bidra til å redusere sine transaksjonskostnader gjennom å være direkte deltaker i en oppgjørsordning.

I den grad kjøper/selger av derivater gis direkte adgang til å delta i oppgjørsordningen, antar utvalget for øvrig at oppgjørssentralen heller ikke her i utgangspunktet kan forskjellsbehandle investorene på grunnlag av nasjonalitet, jf. EØS-avtalens art. 4. Det legges til grunn at de nevnte EØS-forpliktelser anses oppfylt ved at det ikke fastsettes begrensninger med hensyn til hvem som kan delta i oppgjørsordningen.

Utvalget legger som nevnt til grunn at det bør tilligge opsjonssentralen å fastsette hvilke krav som må oppfylles for at verdipapirforetak eller andre skal kunne være deltaker i oppgjørsordningen. For andre enn verdipapirforetak kan slike krav eksempelvis være kapitalkrav og krav til interne rutiner for risikohåndtering. Utvalget ser for øvrig ikke bort fra at det uavhengig av kapitaldekningskravene, kan være behov for f.eks. en type bunngaranti i likhet med den som i dag stilles for å kunne delta i megleroppgjøret i Norges Bank.

Dersom oppgjørssentralen etter tilsynsmyndighetens syn ikke stiller tilstrekkelige krav til soliditet for deltakerne i oppgjørsordningen, vil myndighetene kunne pålegge økte marginkrav forsåvidt gjelder de aktuelle kundene. Det vises til *"Sikkerhetsstillelse"* i punkt 11.5.4 foran.

11.5.6.7 Virksomhetsbegrensninger

Det foreslås inntatt en bestemmelse om at oppgjørssentral ikke kan drive annen virksomhet uten at dette har naturlig sammenheng med utøvelsen av oppgjørsvirksomheten.

Som nevnt under *"Generelt om virksomhet som oppgjørssentral i det norske markedet"* i punkt 11.5.6.2 antar utvalget at det ikke bør fastsettes regler som er til hinder for at børs- og oppgjørsvirksomhet drives i en integrert enhet. Den foreslåtte virksomhetsbegrensning vil ikke være til hinder for en slik integrert løsning. Utvalget legger til grunn at oppgjørsvirksomhet knyttet til varederivater vil kunne anses å ha tilknytning til den konsesjonspliktige virksomheten. En forutsetning bør da være at kontraktene er forholdsvis standardiserte. Utvalget legger videre til grunn at et visst omfang av konsulentvirksomhet må antas å ha tilstrekkelig tilknytning til virksomheten.

Etter utvalgets syn bør Kredittilsynet kunne pålegge oppgjørssentral å holde tilknyttet virksomhet adskilt fra oppgjørsvirksomheten. Dette av hensyn til både risikoen for interessekonflikter og behovet for å kunne isolere økonomisk risiko knyttet til ulike typer virksomhet. Det vises i denne sammenheng til at den eksisterende opsjonssentralen i dag yter konsulenttjenester knyttet til oppgjør av kraftderivater, i et eget datterselskap. Utvalget foreslår etter dette at Kredittilsynet kan gi pålegg om organiseringen av virksomheten, herunder at tilknyttet virksomhet skal drives i eget datterselskap. Kredittilsynets vurdering forutsettes foretatt på bakgrunn av den aktuelle virksomhetens omfang og art.

Det følger av opsjonsforskriften § 5-3 (4) at opsjonssentral ikke selv kan eie opsjoner, terminer eller underliggende verdipapirer med mindre det er påkrevet for organsieringen av oppgjør. Etter utvalgets syn bør det opprettholdes begrensninger i foretakenes adgang til å plassere sine midler i verdipapirmarkedet. Det vises til at en oppgjørssentral ikke selv bør være eksponert for kursendringer som kan medføre problemer i oppgjøret. Utvalget foreslår på denne bakgrunn at gjeldende begrensning i adgangen til å eie opsjoner, terminer eller underliggende verdipapirer tas inn i loven. Det foreslås imidlertid et unntak for statsobligasjoner. Utvalget legger til grunn at risikoen for kursendringer på de statsobligasjoner som er underliggende for derivater, normalt må anses liten. Av hensyn til det alminnelige ikke-diskrimineringsprinsippet som følger av EØS-avtalen foreslår utvalget at unntaket gjøres gjeldende for obligasjoner utstedt av EØS-stat. Unntaket vil kun ha praktisk betydning der oppgjørsvirksomheten er knyttet til derivater basert på obligasjoner utstedt av EØS-stat.

Den foreslåtte begrensning når det gjelder adgangen til å eie verdipapirer, må anses forholdsvis omfattende når det gjelder norske verdipapirer. Dette fordi en rekke av de norske børsnoterte verdipapirene inngår i de indekser som ligger til grunn for indeks-opsjoner og futures. Av hensyn til oppgjørssentralens eksponering i verdipapirmarkedet generelt, legger utvalget til grunn at det bør vises varsomhet mht. plassering også i andre verdipapirer. I denne sammenheng antar utvalget at en oppgjørssentral vil finne det hensiktsmessig å foreta sine kapitalplasseringer ikke bare i det norske, men også i utenlandske markeder. Dette vil kunne redusere risikoen forbundet med generelle verdifall i et marked. Utvalget foreslår en generell bestemmelse om at oppgjørssentralen skal sørge for en forsvarlig kapitalforvaltning. Sentralens kapital forutsettes plassert på hensiktsmessig og betryggende måte hensett til den virksomhet sentralen driver. Det vil tilligge tilsynsmyndigheten å påse at sentralen sørger for en forsvarlig kapitalforvaltning.

11.5.7 Registrering i VPS

Det følger av opsjonsforskriften § 4-1 at opsjoner og terminer basert på verdipapirer skal registreres i VPS. Som nevnt under *"VPS-registrering"* i punkt 11.3.1.8, la departementet i Ot.prp. nr. 78 (1987-88) til grunn at det også ved utstedelse og omsetning av opsjoner ville være hensiktsmessig å utnytte eksisterende system og kommunikasjonsnettverk i VPS.

Utvalget anser det i utgangspunktet hensiktsmessig at børsnoterte derivater basert på verdipapirer registreres i VPS. Utvalget ser imidlertid ikke bort fra at hensynet til innsyn for myndighetene og åpenhet i markedet, kan ivaretas på andre måter i forbindelse med visse derivater. Eksempelvis vises det til at det ikke foreligger noen plikt til VPS-registrering av kjøpsretter som er unntatt fra reglene i opsjonsforskriften. Det kan for øvrig heller ikke ses bort fra at tilfredsstillende registrering kan oppnås gjennom registrering av derivatene i utenlandske registreringssystemer f.eks. i samarbeid med norsk børs. Hvorvidt tilsynshensyn, herunder

hensynet til skattekontroll, kan anses ivaretatt på annen måte enn ved VPS-registrering, bør etter utvalgets syn vurderes konkret. Utvalget kan ikke utelukke at disse hensynene i fremtiden vil kunne ivaretas ved registrering av derivater notert på norsk børs, i norsk eller utenlandsk oppgjørssentral.

Etter utvalgets syn hører regler om rett og plikt til registrering hjemme i VPS-regelverket. Krav til registrering av opsjoner og terminer er som nevnt fastsatt i opsjonsforskriften. Utvalget foreslår at krav til registrering fastsettes i forskrifter etter VPS-loven. Registrering bør som hovedregel kreves der derivatet er børsnotert. Etter utvalgets syn bør det imidlertid åpnes for unntak, bl.a. for kjøpsretter som er børsnotert en kort periode.

Av notoritets- og kontrollhensyn antar utvalget at det vil være hensiktsmessig at også ikke-børsnoterte derivater som omsettes under medvirkning av en oppgjørssentral, kan registreres i VPS. På bakgrunn av de regler som gjelder for aksjer og obligasjoner, legger utvalget til grunn at det ikke er behov eller tilstrekkelige grunner for regler om plikt til VPS-registrering i slike tilfeller.

11.5.8 Virkeområde for reglene om oppgjørssentral

Det vil følge av vphls alminnelige anvendelsesområde at kravet til bruk av oppgjørssentral vil omfatte derivater som noteres på norsk børs. Oppgjørsvirksomhet som gjelder derivater notert på norsk børs vil forutsette særskilt tillatelse etter de regler utvalget foreslår.

Det vil avhenge av en konkret vurdering om oppgjørsvirksomhet for øvrig, dvs. oppgjør knyttet til ikke-børsnoterte derivater skal anses som slik oppgjørsvirksomhet i det norske markedet som forutsetter tillatelse etter vphl. Det avgjørende må etter utvalgets syn være om virksomheten er rettet mot det norske markedet, uavhengig av i hvilket land virksomheten drives fra. Utvalget legger imidlertid til grunn at utenlandske oppgjørssentraler vil kunne utføre tjenester for norske investorer uten tillatelse etter vphl., dersom det er investorene som henvender seg til sentralen. Det er de tilfeller der tjenestene markedsføres i Norge som vil forutsette konsesjon.

11.5.9 Overtredelse og sanksjoner

Etter vphl. § 62 annet ledd nr. 2 straffes den som forsettlig eller uaktsomt overtrer §§ 11a-11b med tilhørende forskrifter, med bøter eller fengsel inntil et år eller begge deler.

Utvalget legger til grunn at overtredelse av reglene om krav til tillatelse for å drive virksomhet som oppgjørssentral, bør være straffebelagt. Tilsvarende gjelder overtredelse av påbudet om at verdipapirforetakene skal handle visse børsnoterte derivater under medvirkning av en oppgjørssentral.

Når det gjelder reglene om oppgjørssentralens kapital og virksomhet, herunder reglene om tilsyn med og beregning av sikkerhet, antar utvalget at disse i tilstrekkelig grad kan håndheves gjennom Kredittilsynets påleggskompetanse samt muligheten til å trekke en tillatelse tilbake. Tilsvarende gjelder reglene om at verdipapirforetakene skal påse at foretaket har tilstrekkelig sikkerhet for oppgjøret. Det vises for øvrig til at overtredelse av pålegg vil være straffbart, jf. straffeloven § 339 nr. 2, samt vphls straffebestemmelser som er omtalt i *"Tilsyn og sanksjoner"* i kapittel 12 om tilsyn og sanksjoner.

Forslaget til en ny bestemmelse om taushetsplikt for oppgjørssentralens ansatte, foreslås straffebelagt i samsvar med det som normalt gjelder for taushetspliktbestemmelser for øvrig i lovverket.

11.5.10 Varederivater

11.5.10.1Innledning

Finansdepartementet har bedt utvalget vurdere spørsmålet om det kan være hensiktsmessig eller ikke at opsjoner og terminer på råvarer reguleres med hjemmel i verdipapirhandelloven.

Utvalgets forslag til regler om derivater som vil omfattes av definisjonen av finansielt instrument omhandler vilkår for børsnotering av derivater, megleres formidling av handler, herunder krav til sikkerhetsstillelse, samt vilkår for å kunne drive virksomhet som oppgjørssentral. Utvalget tar som utgangspunkt at det i første rekke bør vurderes om tilsvarende regler bør gjøres gjeldende for varederivater.

11.5.10.2Varebørs

Det følger av børsloven § 1-1 at det med børs forstås en selveiende institusjon som skal forestå regelmessig og offentlig kursnotering i forbindelse med omsetning av aksjer, obligasjoner og andre verdipapirer. En børs kan bare drive virksomhet som nevnt og virksomhet som naturlig henger sammen med dette, jf. § 1-3. Børsloven av 1931 forutsatte at børsen også kunne forestå noteringer for varer. Ved fastsettelsen av 1988-loven la departementet til grunn at det på det tidspunkt ikke var behov for å ha noen varebørs i Norge. Departementet uttalte i Ot.prp. nr. 83 (1986-87) side 33:

> «Departementet deler utvalgets vurdering av at det neppe er noe påregnelig behov for å ha varebørs i Norge, og dette spørsmålet drøftes derfor ikke ytterligere i proposisjonen. Dersom det i fremtiden likevel skulle oppstå et behov for en varebørs, mener departementet i likhet med utvalget at det bør gis et eget regelverk for en slik børs.»

Etter det utvalget er kjent med er det kun innen kraftmarkedet det i dag er etablert en varebørs i Norge. Varebørser innen f.eks. tømmer- eller fiskemarkedet vil imidlertid kunne tenkes i fremtiden. Utvalget legger til grunn at en nærmere vurdering av varebørser faller utenfor det det er naturlig å ta opp i en utredning om verdipapirmarkedet.

Det vises i denne sammenheng til at den fysiske kraftbørsen i dag er regulert i egen lov, dvs. energiloven.

11.5.10.3Varederivatbørs

Heller ikke når det gjelder derivater basert på varer, er utvalget kjent med at det er etablert et børsmarked annet enn for kraftderivater.

Uavhengig av den praktiske situasjonen i det norske markedet i dag, legger utvalget til grunn at det kan være naturlig å vurdere om de krav som i dag stilles for å drive verdipapirbørs, også bør legges til grunn for virksomhet som varederivatbørs. Det vises til at de derivater som omsettes vil ha like egenskaper uavhengig av om disse er basert på varer, verdipapirer, rente eller valuta. Spesielt gjelder dette der derivatene bygger utelukkende på finansiell avregning og ikke levering av den underliggende varen.

I tillegg til regler om vilkår for å drive virksomhet som markedsplass, kan det etter utvalgets syn være grunn til å vurdere enkelte «handelsregler» for varederivater i samsvar med de som gjelder i det organiserte verdipapirmarkedet. Eksempelvis viser utvalget til vphls regler om god forretningsskikk og forbud mot innsidehandel. Bruk av tilsvarende regler i et varederivatmarked, forutsetter imidlertid enkelte sær-

lige tilpasninger av regelverket. Det vises i denne sammenheng til innsidereglene for derivater som er basert på verdipapirer, er knyttet til i hvilken grad kjøper eller selger av derivatet har fortrolige opplysninger som kan ha betydning for kursen på de underliggende verdipapirene. Det typiske eksempel på slik informasjon vil være informasjon om utsteder av de underliggende verdipapirene. Utstederen har på sin side opplysningsplikt overfor markedet når det gjelder opplysninger som nevnt. En tilsvarende parallellitet mellom fortrolige opplysninger som det ikke kan handles på bakgrunn av og opplysningsplikt i forbindelse med slike opplysninger, er vanskelig å etablere i et varederivatmarked. Utvalget viser i denne forbindelse til at det ikke vil være tradisjonelle utstedere av de varer et varederivat er basert på. I et varemarked består markedet av produsenter, kjøpere og selgere. Aktuelle opplysninger som kan ha betydning for prisen på den underliggende varen vil typisk være en produsents produksjonskapasitet eller en kjøpers behov for varen.

Etter utvalgets syn viser den nevnte problemstilling at det bør foretas en nærmere utredning av hvilke særlige behov som foreligger i et varederivatmarked, og hvilke tilpasninger i forhold til de regler som gjelder for verdipapirmarkedet som er nødvendige på denne bakgrunn. Ettersom erfaringene med varederivatmarkeder i Norge er svært begrensede, antar utvalget at en slik utredning mest hensiktsmessig kan foretas med utgangspunkt i de erfaringer som nå opparbeides i forbindelse med kraftderivatmarkedet. Den nærmere vurdering av hvilke regler som bør gjelde for dette markedet bør etter utvalgets syn foretas på bakgrunn av bl.a. de særlige hensyn energiloven skal ivareta. Tilsvarende særlige hensyn vil måtte vurderes for andre typer varederivater i den grad den underliggende varen er underlagt særskilt regulering.

11.5.10.4Megleres formidling av handel i varederivater

Det fremgår av utvalgets delinnstilling I (NOU 1995:1) at utvalget antar at det vil anses som en del av fondsmeglerforetakenes virksomhet å formidle handler i varederivater. I Ot. prp. nr. 15 (1995-96) uttaler departementet i denne forbindelse:

> «Departementet deler imidlertid ikke utvalgets antakelse om at formidling av handel i varederivater, er et typisk eksempel på en tjeneste som kan antas å ha tilknytning til investeringstjenestevirksomheten. Etter departementets syn vil tilknytningen ikke bare avhenge av om handelen foretas i ordnede former. Det vil tillegg måtte foretas en konkret vurdering bl.a. på bakgrunn av derivatets utforming, de underliggende varene og hvordan handelen er organisert. Departementet antar for øvrig at slik virksomhet ikke bør kunne drives før det er fastsatt tilfredsstillende kapitaldekningskrav for risiko forbundet med virksomheten.»

I den grad slik handel vil anses som en del av fondsmeglerforetaks virksomhet, viser utvalget til at lovens regler om god forretningsskikk vil komme til anvendelse på handelen på samme måte som ved formidling av handler med finansielle instrumenter. Det vises dessuten til at kravene til tilstrekkelig erfaring hos foretakets ledelse, samt kravene til tilfredsstillende interne rutiner for organiseringen av virksomheten, må vurderes på bakgrunn av den konkrete virksomhet foretaket driver. Eksempelvis må et foretak som formidler handler i varederivater inneha erfaring og kunnskap om dette markedet, herunder den underliggende varen.

Hensynet til investorene kan etter utvalgets syn tilsi at megling av varederivater underlegges konsesjonsplikt. Hensynet til beskyttelse av investorene er etter utvalgets syn det samme uavhengig av om et derivat er basert på varer eller verdipapirer, så lenge derivatet har en finansiell karakter i likhet med de derivater som faller inn

under vphls definisjon av finansielt instrument. Hvilke krav som bør stilles for slik konsesjon, bør imidlertid etter utvalgets syn vurderes på bakgrunn av det marked som utvikler seg, herunder investorstrukturen. Etter utvalgets syn vil en del av de kravene som gjelder for verdipapirforetak, f.eks. etiske krav, være av størst betydning når det ytes tjenester til publikum. Når det gjelder kapitalkrav, viser utvalget til at også disse er fastsatt av hensyn til publikum. Kapitalkrav i verdipapirmarkedet er imidlertid også fastsatt av hensyn til systemkriser. Systemhensyn i et varemarked vil ikke nødvendigvis kunne tillegges den samme vekt som systemhensyn i finansmarkedet. Dette må bero på omfanget og betydningen av det konkrete markedet.

Utvalget finner på bakgrunn av de ulike hensyn i ulike markeder, ikke grunn til å foreslå at formidling av handel i varederivater bør anses som konsesjonspliktig ytelse av *investeringstjenester*. Etter utvalgets syn bør spørsmålet om konsesjonsplikt og vilkår for konsesjon, vurderes på bakgrunn av det konkrete markedet, herunder eventuelle særlige regler som gjelder den aktuelle vare derivatene er basert på.

Som nevnt er det kun innen kraftmarkedet det er etablert organisert omsetning av varederivater i Norge i dag. Utvalget legger til grunn at meglervirksomhet i denne forbindelse bør underlegges enkelte minimumskrav. Det vises til at slike krav allerede er foreslått av den tidligere nevnte prosjektgruppen nedsatt av Statnett Marked. Denne prosjektgruppen var som nevnt sammensatt av aktører i markedet. Etter det utvalget er kjent med er omfanget av meglervirksomheten i dette markedet lite pr. i dag. Det er så vidt utvalget forstår dessuten noe forskjellig praksis mht. om megler innestår for oppgjøret eller ikke. Utvalget legger til grunn at det bør foretas en nærmere utredning av hvilke krav som bør stilles til meglere i dette markedet og eventuelle andre varederivatmarkeder ut fra de samme hensyn som nevnt i *"Varederivatbørs"* i punkt 11.5.10.3 om varebørs. Utvalget er oppmerksom på at i påvente av en slik nærmere utredning, vil verdipapirforetakene formidle handler i kraftderivater i konkurranse med andre meglerforetak som er underlagt en mindre omfattende regulering. Dette kan imidlertid ikke i seg selv begrunne forslag om regulering før de nærmere behov er vurdert på bakgrunn av de konkrete hensyn som gjør seg gjeldende i de aktuelle varederivatmarkedene.

Den risiko et verdipapirforetak påtar seg i forbindelse med handel i varederivater, bør etter utvalgets syn ivaretas på samme måte som risikoen ved handel i andre derivater. Det foreslås derfor at verdipapirforetak også ved formidling av slike derivater skal påse at det har betryggende sikkerhet for oppgjøret.

11.5.10.5Oppgjørssentral

Utvalget kan ikke se at det er grunn til å fastsette krav om bruk av oppgjørssentral ved handel i varederivater, i større utstrekning enn det som foreslås ved handel i verdipapirderivater. I utgangspunktet bør det imidlertid stilles de samme krav til institusjon som driver virksomhet som oppgjørssentral uavhengig av om virksomheten er knyttet til finansielle instrumenter eller varederivater. På lik linje med spørsmålet om børsnotering og konsesjon for å formidle handler, legger utvalget til grunn at spørsmål knyttet til oppgjørsvirksomhet i varederivatmarkedet, bør vurderes på bakgrunn av den lovgivning som regulerer de aktuelle varene. Etter utvalgets syn bør imidlertid oppgjørssentral med tillatelse etter vphl. kunne drive virksomhet knyttet til varederivater. Oppgjørsvirksomhet knyttet til varederivater, vil etter en konkret vurdering kunne kreves utskilt i eget selskap etter den bestemmelse som er omtalt i *"Virksomhetsbegrensninger"* i punkt 11.5.6.7 over.

KAPITTEL 12

Tilsyn og sanksjoner

12.1 GJELDENDE RETT

12.1.1 Tilsyn med verdipapirhandelen

12.1.1.1 Innledning

Det følger av lov av 7. desember 1956 nr. 1 om Kredittilsynet § 1 nr. 13 at tilsyn etter loven skal føres med fondsmeglerforetak og andre foretak som driver virksomhet i forbindelse med verdipapirhandel, samt med overholdelsen av bestemmelser om verdipapirhandel gitt i eller i medhold av lov. Videre følger det av vphl. § 3 at tilsyn med verdipapirhandelen og med overholdelsen av lovgivningen om verdipapirhandel forestås av departementet. I henhold til vphl. § 34 skal Kredittilsynet føre tilsyn med fondsmeglerforetaks virksomhet og med foretak som driver virksomhet i forbindelse med opsjonshandel eller terminhandel samt med overholdelse av lovens bestemmelser. Bestemmelsen foreslås videreført i Ot. prp. nr. 15 (1995-96) i § 7-1 om kontroll med handelen i finansielle instrumenter. Det følger av forslaget at Kredittilsynet skal føre kontroll med verdipapirforetaks, opsjons- og oppgjørssentralers virksomhet, samt med overholdelsen av denne lovs bestemmelser. I tillegg skal børsen i særskilte tilfelle medvirke i tilsynet med verdipapirhandelen, se *"Nærmere om fordeling av tilsyn og samarbeid mellom Kredittilsynet og Oslo Børs"* i pkt. 12.1.1.2 under.

Kredittilsynet fører således ikke bare tilsyn med de institusjoner som driver virksomhet i forbindelse med verdipapirhandelen, men er også tillagt et generelt tilsyn med verdipapirhandelen og med overholdelsen av bestemmelser i lov- og forskriftsverk om verdipapirhandel. Når det gjelder bestemmelsene om tilsyn med verdipapirforetak vises det til utvalgets gjennomgang i NOU 1995:1 om investeringsforetak.

Markedet for rente- og valutainstrumenter hvor bankene er de dominerende aktører, samt varederivatmarkedet er ikke direkte underlagt tilsyn. Tilsyn med markedet for valutainstrumenter samt ikke-standardiserte renteinstrumenter skjer således kun gjennom tilsynet med institusjonene. Tilsvarende vil det føres et visst tilsyn med varederivatmarkedet i den grad institusjoner under tilsyn er aktører i dette markedet. Når det gjelder det organiserte markedet for kraftderivater vises det til at Statnett Marked som er gitt konsesjon fra Norges vassdrags- og energiverk til å organisere markedet, i henhold til konsesjonen har opplysningsplikt overfor Norges vassdrags- og energiverk, se *"Varederivater"* i punkt 11.3.3.

12.1.1.2 Nærmere om fordeling av tilsyn og samarbeid mellom Kredittilsynet og Oslo Børs

Det følger av børsl. § 1-5 at børsen skal medvirke i myndighetenes tilsyn med verdipapirhandelen. Etter vphl. § 34 annet ledd plikter børsstyret å melde fra til Kredittilsynet dersom børsen har grunn til å anta at det er handlet i strid med bestemmelsene i vphl. Regelen suppleres av børsl. § 5-4 tredje ledd, som pålegger børsens organer å melde fra til tilsynsmyndighetene dersom det er grunn til å anta at det er handlet i strid med børsloven eller verdipapirhandelloven.

I forbindelse med endringene av bestemmelsene i vphl. om innsidehandel og emisjonskontroll i 1991, tok Finansdepartementet opp spørsmålet om mulige uklar-

heter i kompetansefordelingen mellom børsen og Kredittilsynet mht. tilsynsoppgaver mv. Problemstillingen var først reist av en arbeidsgruppe som var nedsatt av Finansdepartetmentet for å utrede spørsmål vedrørende regelverk og kontroll med emisjoner. Arbeidsgruppens utredning er trykket i NOU 1990:6. Departementet forutsatte at dette måtte kunne løses gjennom en bedret koordinering av det løpende samarbeide og informasjonsutveksling mellom de to institusjonene, herunder ved utarbeidelse av en formalisert samarbeidsavtale, jf. Ot. prp. nr. 72 (1990-91) s. 62. Finanskomiteen sluttet seg til departementets forslag på disse punkter, jf. Innst. O. nr. 5 (1991-92) s. 24.

I samsvar med dette inngikk Kredittilsynet og Oslo Børs i 1991 en samarbeidsavtale som gir nærmere retningslinjer for samarbeid om tilsynet med verdipapirmarkedet. Kredittilsynet og Oslo Børs gjennomfører også periodiske kontaktmøter hvor det drøftes felles problemstillinger og hvor informasjon om relevante saker utveksles.

Oslo Børs fører kontroll med vilkår for børsnotering iht. børsl. §§ 4-3 og 4-11. Oslo Børs fører også kontroll med emisjoner, jf. vphl. kap. 2. Når det gjelder utstederforetakenes opplysningsplikt etter vphl. § 7 og børsl. § 4-7 er det i samarbeidsavtalen mellom Oslo Børs og Kredittilsynet lagt til grunn at kontrollen med overholdelsen av disse bestemmelser bør tilligge Oslo Børs.

Etter vphl. § 8 plikter utstederforetakene å gi melding til børsen og Kredittilsynet om handel foretatt i selskapets verdipapirer av den personkrets som er definert i aksjel. § 8-6. Etter avtale mellom de to instanser sendes det idag kun opplysninger til børsen, som også mottar dem på vegne av Kredittilsynet.

I forbindelse med tilsynet med investorene vil kontrollen med overholdelse av vphl. § 5 om god forretningsskikk mv. og vphl. § 6 om misbruk av presise og fortrolige opplysninger tilligge Kredittilsynet, jf. vphl. § 34. Når det gjelder kontrollen med vphl. § 5 om god forretningsskikk mv. som bl.a. omfatter forbud mot markedsmanipulasjon, vises det til at Oslo Børs også vil føre en kontroll gjennom sitt ansvar for en riktig kursnotering, jf. børsl. § 4-5 (2).

I samarbeidsavtalen legges det til grunn at børsen i forbindelse med de undersøkelsene børsen foretar vedrørende selskapene og overholdelsen av informasjonsplikten, vil kunne avdekke forhold som har betydning for Kredittilsynets myndighetsområde. Det vises til at børsen i så fall plikter å oversende denne informasjonen for videre undersøkelser i Kredittilsynet, jf. vphl. § 34 annet ledd. Flere av de saker om brudd på forbudet mot innsidehandel i § 6 første ledd første punktum som Kredittilsynet har undersøkt nærmere, har vært oversendt fra Oslo Børs. Tilsvarende må det antas at også kontrollen med overholdelse av vphl. § 6 første ledd annet til femte puktum om undersøkelses- og klareringsplikt, samt vphl. § 6a om taushetsplikt, forbud mot rådgivning og vphl. § 6b om forbud mot handel i visse perioder, i utgangspunktet tilligger Kredittilsynet, men under medvirkning av børsen.

I henhold til vphl. §§ 5A – 5C skal Oslo Børs håndheve reglene om tilbudsplikt. I samarbeidsavtalen mellom Oslo Børs og Kredittilsynet legges det imidlertid til grunn at i de tilfelle hvor børsen foretar konsolidering iht. vphl. § 5A annet ledd, bør Kredittilsynet informeres umiddelbart da slik informasjon vil kunne ha betydning for Kredittilsynets kontroll med bestemmelser om eierbegrensninger. Tilsvarende ble lagt til grunn når det gjaldt flaggingsbestemmelsene, jf. vphl. § 8 A. Meldingene om erverv skal gis Oslo Børs som altså plikter å underrette Kredittilsynet i de tilfelle flaggingsmeldinger kan ha betydning for håndhevelse av regler om eierbegrensninger.

12.1.1.3 Saksbehandlingsregler

Saksbehandlingen i Kredittilsynet og på børsen er underlagt forvaltningslovens regler. Forvaltningslovens bestemmelser gjelder således fullt ut for vedtak fattet med hjemmel i vphl. Dette innebærer at forvaltningslovens regler om saksopplysning, varsel, underretning, innsyn og begrunnelse for vedtak vil gjelde på vanlig måte. Det samme gjelder lovens materielle regler om klagekompetanse mv.. Forvaltningsloven sikrer som et samlet regelsett at den enkeltes syn kommer frem. Dersom det begås formelle feil, som antas å påvirke et vedtaks innhold, kan vedtaket settes til side som ugyldig, jf. forvaltningsl. § 41.

Det følger av forretningsorden for styret i Kredittilsynet at alle prinsipielle saker og saker av særlig viktighet skal behandles av styret. Også anmeldelser eller annen form for oversendelse til påtalemyndigheten av antatt straffbare forhold skal alltid behandles av styret. Slike saker kan i henhold til instruksen likevel avgjøres av Kredittilsynsdirektøren når det ikke er praktisk mulig å styrebehandle saken på møte eller ved sirkulasjon innenfor fastsatte frister, eller saken for øvrig er en hastesak.

Det følger av børsl. § 2-7 (1) at børsstyret skal forestå forvaltningen av børsens anliggender. Den daglige ledelse er tillagt børsdirektøren, jf. børsl. § 2-8 (2). Den daglige ledelse omfatter imidlertid ikke saker som er av uvanlig art eller stor betydning. Slike saker kan børsdirektøren bare avgjøre dersom børsstyret i det enkelte tilfelle har gitt ham myndighet til det, eller styrets avgjørelse ikke kan avventes uten vesentlig ulempe.

12.1.1.4 Opplysningsplikt overfor Kredittilsynet og børsen

Alle foretak under tilsyn er underlagt opplysningsplikt overfor Kredittilsynet, jf. tilsynsl. § 3 annet ledd. Etter vphl. § 35 første ledd plikter fondsmeglerforetakene og foretak som driver virksomhet i forbindelse med opsjons- eller terminhandel å gi de opplysninger Kredittilsynet krever om forhold som angår deres forretning og virksomhet. Bestemmelsen er foreslått videreført i Ot. prp. nr. 15 (1995-96). Det følger av forslaget til § 7-2 en opplysningsplikt for verdipapirforetak, opsjons- og oppgjørssentral, overfor Kredittilsynet. For øvrig har investorer ingen alminnelig opplysningsplikt overfor Kredittilsynet. Tilsynsl. § 5 annet ledd gir imidlertid Kredittilsynet myndighet til å kreve bevisopptak ved domstolene etter domstolsloven § 44. Høyesteretts kjæremålsutvalg har lagt til grunn at denne bestemmelsen også gir rett til å avhøre andre personer enn dem som har forklaringsplikt etter vphl. § 35 eller tilsynsl. § 3, jf. Rt. 1990 s. 1185. Bestemmelsen er således særlig aktuell for investorer som ikke er underlagt opplysningsplikt.

Det følger av vphl. § 35 tredje ledd at et foretak som har utstedt verdipapirer plikter å gi Kredittilsynet de opplysninger som Kredittilsynet anser nødvendig for å avgjøre om det har skjedd overtredelse av bestemmelser gitt i eller i medhold av vphl. Bestemmelsen omfatter de fleste norske selskap og foretak da det ikke er et vilkår at verdipapirene er børsnotert. Om det skal innhentes opplysninger, samt hvilke opplysninger som er nødvendige for å avgjøre om det har skjedd en overtredelse av verdipapirhandelloven, vil være avgjørelser som beror på Kredittilsynets skjønn. I forarbeidene er det lagt til grunn at denne adgangen til opplysninger vil være særlig betydningsfull for å kunne avdekke transaksjoner i strid med forbudet mot misbruk av fortrolig selskapsinformasjon, jf. Ot. prp. nr. 68 s. 61.

Med hjemmel i vphl. § 35 annet ledd kan Kredittilsynet uten hinder av taushetsplikt kreve å få opplysninger som den finner påkrevet i sin kontrollvirksomhet fra Verdipapirsentralen.

I tillegg til den informasjon som automatisk skal gis til børsen, jf. børsl. § 4-7, kan børsen også innhente nødvendige opplysninger fra foretak med børsnoterte verdipapirer og fondsmeglerforetak. Det følger av børsl. § 4-8 at disse foretak og dets ansatte, uten hinder av taushetsplikten, plikter å gi børsen slike opplysninger som er nødvendige for at børsen skal kunne oppfylle sine plikter etter børslovgivningen og annen lovgivning. Andre markedsaktører har altså ingen generell opplysningsplikt overfor børsen. En særlig opplysningsplikt overfor børsen følger imidlertid av vphl. § 5C tredje ledd. Børsen kan i henhold til denne bestemmelsen kreve opplysninger fra fondsmeglerforetak, selskap og personer som kan ha betydning for spørsmål om tilbudsplikt.

12.1.1.5 Taushetsplikt

For å sikre at de opplysninger Kredittilsynet mottar ikke tilfaller uvedkommende er alle ansatte i Kredittilsynet pålagt taushetsplikt, jf. tilsynsl. § 7 og vphl. § 36. Overfor børsen kan Kredittilsynet alltid meddele forhold som gjelder overtredelser av vphl., jf. vphl. § 36 tredje ledd. Det følger av børsl. § 2-11 at tillits- og tjenestemenn og revisor ved børsen plikter å hindre at noen får adgang eller kjennskap til det som de i stillings medfør får vite om børsens eller andres forretningsmessige eller noens personlige forhold. Taushetsplikten er imidlertid ikke til hinder for at opplysninger gis tilsynsmyndighetene, jf. børsl. § 2-11 (3).

Vphl. § 36 ble i hovedsak foreslått videreført i § 7-3 i NOU 1995:1 og er lagt til grunn i § 7-3 i Ot. prp. nr. 15 (1995-96).

De nevnte taushetspliktbestemmelsene supplerer bestemmelsene om taushetsplikt i forvaltningsl. § 13 flg. Det følger av forvaltningsl. § 13 f at §§ 13 a til 13 e gjelder som utfyllende regler i de tilfeller et forvaltningsorgan er pålagt taushetsplikt ved bestemmelse i annen lov, se forøvrig børsl. § 2-11 (1) hvor dette fremgår uttrykkelig.

Bestemmelsene i tilsynsl. § 7 og forvaltningsl. § 13 har imidlertid ikke helt det samme virkeområde. Tilsynsl. § 7 omfatter kundeopplysninger, uansett innholdet i opplysningene. Kundeopplysninger er derfor omfattet av taushetsplikt selv om opplysningene ikke er av en slik art som angitt i forvaltningsl. § 13. Taushetsplikten i forvaltningsl. § 13 gjelder opplysninger om noens personlige forhold, eller om tekninske innretninger og fremgangsmåter samt drifts- og forretningsforhold som det vil være av konkurransemessig betydning å hemmeligholde av hensyn til den som opplysningen angår. På den annen side vil kundeopplysninger som etter sitt innhold er undergitt taushetsplikt etter forvaltningsloven ikke kunne gis videre til andre selv om adressaten ikke er å anse som uvedkommende etter tilsynsl. § 7. Forvaltningslovens unntaksbestemmelser vil imidlertid dekke de fleste tilfellene hvor adressaten ikke er å anse som uvedkommende etter tilsynsl. § 7.

Taushetsplikten etter tilsynsl. § 7 gjelder opplysninger om kunders forhold. Opplysninger om tilsynsenhetenes forhold vil reguleres av forvaltningslovens bestemmelser. Etter vphl. § 36 annet og tredje ledd er det gjort unntak fra taushetsplikten overfor børsstyret og den som ved en lovovertredelse er påført tap. Unntakene gjelder både etter forvaltningsloven og tilsynsloven.

Taushetsplikten i § 7 gjelder overfor uvedkommende. Det er lagt til grunn at andre lands kontrollmyndigheter ikke er å anse som uvedkommende.

Utvalget antar at taushetsplikten i prinsippet også gjelder internt i Kredittilsynet. Det vises imidlertid til forvaltningsl. § 13 b nr. 2 og nr. 3 som tillater at opplysningene henholdsvis brukes for å oppnå det formål de er gitt eller innhentet for, samt kan gis til andre saksbehandlere eller tjenestemenn i organet.

Det følger av forvaltningsl. § 13 b første ledd nr. 6 at taushetsplikt etter § 13 ikke er til hinder for at forvaltningsorganet anmelder eller gir opplysninger om lovbrudd til påtalemyndigheten eller vedkommende kontrollmyndighet, når det finnes ønskelig av allmenne hensyn eller forfølging av lovbruddet har naturlig sammenheng med avgiverorganets oppgaver. Det er i praksis lagt til grunn at opplysninger om lovbrudd kan gis videre til påtalemyndigheten eller til vedkommende offentlig myndighet som saken særskilt hører under, herunder skattemyndighetene.

Videre følger det av forvaltningsl. § 13b nr. 5 at opplysningene kan gis videre til andre forvaltningsorganer i den grad det er nødvendig for å fremme avgiverorganets interesser.

Sivilombudsmannen har behandlet en sak som skrev seg fra Kredittilsynet og som bl.a. omhandlet forholdet til taushetspliktbestemmelsene. Kredittilsynet sendte ut en pressemelding om at en navngitt person var under etterforskning for mistanke om overtredelse av forbudet mot innsidehandel. Samtidig ble vedkommende nektet innsyn i Kredittilsynets dokumenter. Etter anmodning fra den mistenkte, behandlet ombudsmannen både spørsmålet om offentlighet og spørsmålet om innsynsrett. Hans avgjørelse er inntatt i årsmeldingen for 1988 s. 76 flg. (etter en omtale av Børsens behandling av samme sak). Ombudsmannens egen ingress til saken var som følger:

> «Kredittilsynets styre anmodet påtalemyndigheten om å reise tiltale mot A for overtredelse av forbudet mot misbruk av fortrolig selskapsinformasjon i § 6 i verdipapirhandelloven av 14. juni 1985 nr. 61. Samtidig sendte Tilsynet ut en pressemelding om forholdet hvor det nærmere var redegjort for resultatet av undersøkelsene. -Uttalt at tilsynets pressemelding var i tvilsom harmoni med gjeldende taushetspliktregler. Videre uttalt at anmeldelsen må antas å falle utenfor vedtaksdefinisjonen i § 2 i forvaltningsloven av 10. februar 1967, og at den anmeldte derfor ikke hadde rettskrav på dokumentinnsyn etter lovens § 18 flg. -Påpekt behov for å få foreslått klare regler for taushetsplikt og partsoffentlighet i slike saker.»

Etter ombudsmannens avgjørelse har Kredittilsynet utarbeidet retningslinjer for hvordan slike saker skal behandles. Disse er inntatt i NOU 1995:1 s. 112. Det følger bl.a. av retningslinjene at opplysninger som gjelder enkeltpersoner og som gir uttrykk for en lovstridig handling skal som et utgangspunkt anses som personlig og derfor unntas. Har saken allerede almen interesse, kan dette føre til at det ikke anses å foreligge et rent personlig forhold. Videre fremgår det at Kredittilsynet kun vil gå ut med pressemeldinger når forholdet er tidligere kjent i media.

12.1.1.6 Klageadgang

Vedtak fattet av Kredittilsynet kan påklages til Finansdepartementet, jf. forvaltningsloven kap. VI om klage og omgjøring. Vedtak kan kun påklages av en part eller en annen med rettslig klageinteresse, jf. forvaltningsl. § 28. I forvaltningsl. § 33 er det nærmere regler om saksforberedelsen i klagesaker.

Det følger av forretningsorden for Kredittilsynets styre at klagesaker fremmet i henhold til forvaltningsloven kap. VI og andre klager som gjelder Kredittilsynets virksomhet, skal før de oversendes Finansdepartementet behandles av Kredittilsynets styre, unntatt klage i saker som verken prinsippielt eller for øvrig anses av viktighet.

I henhold til børsl. § 6-4 er det oppnevnt en egen klagenemnd for å avgjøre klager på vedtak fattet av børsens styre eller børsrådet. Børsklagenemnden skal være uavhengig av såvel departementet som av børsen. Bakgrunnen for etableringen av

en slik klagenemnd var hensynet til rask og effektiv klagebehandling, se Innst. O nr. 90 (1987-88) s. 17 og 28. Klagenemnden skal avgjøre klager på vedtak fattet av børsens styre eller børsrådet. Dette kan gjelde vedtak som er rettet mot børsnoterte selskaper eller mot børsmedlemmene og deres representanter. Saksbehandlingen i klagenemnden skal følge de alminnelige forvaltningsrettslige regler for klagebehandling med visse unntak, bl.a. er det satt kortere frister av hensyn til rask saksbehandling, jf. børsforskriften § 26-3. Enkeltvedtak fattet av børsen kan påklages av en part eller en annen med rettslig klageinteresse i saken, jf. forvaltningsl. § 28. Børsen fatter en rekke vedtak i forbindelse med sitt tilsyn med de regelsett utvalget har gjennomgått. For eksempel vil børsstyrets og børsens vedtak i saker som gjelder tilbudsplikt kunne påklages, se Ot. prp. nr. 53 (1988-89) s. 26. Videre følger det av vphl. § 9 siste ledd at tegner og emmitent kan påklage børsstyrets vedtak i forbindelse med emisjonskontroll til børsklagenemnden. Børsens oversendelse av saker til Kredittilsynet i henhold til vphl. § 34 eller anmeldelse til politiet regnes ikke som enkeltvedtak i henhold til forvaltningsloven, og er altså ikke gjenstand for klageadgang. Børsklagenemnden er viktig for å sikre en uavhengig og rask avgjørelse av klagesaker. Utvalget foreslår ingen endringer i hvilke saker som skal behandles av børsklagenemnden og vil derfor ikke drøfte innholdet i denne klageadgangen nærmere.

12.1.2 Sanksjoner

12.1.2.1 Kredittilsynets sanksjonsmidler

Når det gjelder Kredittilsynets sanksjonsmidler er det naturlig å skille mellom institusjoner under tilsyn og de øvrige markedsaktører som ikke er direkte under tilsyn. Overfor fondsmeglerforetakene har Kredittilsynet hjemmel til å gi pålegg om retting, jf. vphl. § 34 tredje ledd, samt ileggelse av tvangsmulkt i tilfeller der pålegg ikke følges opp, jf. tilsynsl. § 10 annet ledd. Videre kan Kredittilsynet vedta stans av virksomheten, jf. vphl. § 37 tredje ledd, og tilbakekalle fondsmeglerbrev, jf. vphl. § 38. Disse bestemmelsene er vurdert av utvalget i NOU 1995:1. Utvalget har der foreslått en bestemmelse om tilbakekall av foretakets tillatelse, jf. lovutkastets § 7-5, i tråd med bestemmelser i ISD. Forslaget er lagt til grunn i Ot. prp. nr. 15 (1995-96). En slik bestemmelse skal erstatte dagens vphl. § 38 om tilbakekall av fondsmeglerbrev samt § 37 om bortfall av retten til å drive fondsmegling.

Utover politianmeldelse i de tilfelle Kredittilsynet antar det har skjedd overtredelse av straffesanksjonerte bestemmelser, har Kredittilsynet ingen sanksjonsmidler overfor markedsaktører som ikke er institusjoner under tilsyn.

En rekke av vphls bestemmelser er straffesanksjonert, jf. vphl. § 62. Det følger av vphl. § 62 at:

> «Med bøter eller fengsel inntil seks år, eller begge deler, straffes den som forsettlig eller uaktsomt overtrer § 6 første ledd første og annet punktum. På samme måte straffes den som har gitt uriktig klarering som nevnt i § 6 første ledd tredje og fjerde punktum.
>
> Med bøter eller fengsel inntil 1 år, eller begge deler, straffes:
>
> 1. den som forsettlig eller uaktsomt overtrer § 4, § 5, § 6a, § 6b, § 7, § 8, § 17, § 35, § 59 eller § 60 eller forskrift gitt i medhold av § 8 eller § 61.
> 2. den som forsettelig eller uaktsomt overtrer § 9, § 10, § 11, § 11a-11b med tilhørende forskrifter.
> 3. fondsmegler, ansatt eller styremedlem i fondsmeglerforetak som forsettelig eller uaktsomt overtrer § 17, § 18, § 19, § 20, § 21, § 22, § 23, § 24, § 25, § 26, § 27, § 28, § 29, med tilhørende forskrifter, § 35, § 40 eller § 52 fjerde ledd eller pålegg gitt med hjemmel i § 34 tredje ledd.

> Med bøter straffes den som forsettelig eller uaktsomt unnlater å anmelde erverv eller avhending av aksje eller å gi opplysning i samsvar med § 8a med tilhørende forskrifter. Medvirkning straffes på samme måte. Påtale finner sted bare når allmenne hensyn krever det. Straffbar overtredelse av § 6 anses som forbrytelse, forøvrig anses straffbar overtredelse som forseelse.»

I NOU 1995:1 viste utvalget til at behovet for endringer i denne bestemmelsen ville bli vurdert i utvalgets neste innstilling. Når det gjelder straffesanksjonering av de bestemmelser utvalget har behandlet i denne innstilling vises det til redegjørelsene under det enkelte kapittel. Det er således straffesanksjonering knyttet til de bestemmelsene som omhandler fondsmeglerforetaks virksomhet samt tilsynsbestemmelsene som vil bli behandlet i dette kapittel.

Det følger av vphl. § 62 annet ledd at forsettelig eller uaktsom overtredelse av en rekke av bestemmelsene i loven kan straffes med bøter eller fengsel inntil 1 år, eller begge deler. Flere av disse bestemmelsene er foreslått endret i NOU 1995:1. Utvalget foretok kun en lovteknisk oppdatering av § 62 annet ledd, hvor den straffesanksjonering som følger av bestemmelsen idag ble videreført. I Ot. prp. nr. 15 (1995-96) er det også kun foreslått lovtekniske endringer i bestemmelsen. Etter lovforslaget er således straffetrusselen knyttet til følgende av de bestemmelser som omhandler fondsmeglerforetak og deres virksomhet samt tilsynsregler:

–§ 3-2 om tillatelse til å yte investeringstjenester § 3-10 om verdipapirhandellovens anvendelse for utenlandske foretak
–§ 3-11 om enerett til å bruke tittelen fondsmegler og betegnelsen fondsmeglerforetak
–§ 4-2 om kredittgivning
–§ 4-3 om foretakenes adgang til å drive annen næringsvirksomhet
–§ 4-4 om ansattes adgang til å drive annen næringsvirksomhet m.m.
–§ 4-5 om foretakets handel i finansielle instrumenter for egen regning
–§ 4-6 om ansattes egenhandel
–§ 4-7 om formidling av salg av finansielle instrumenter kunden ikke eier
–§ 4-8 om lån av finansielle instrumenter
–§ 5-2 om god forretningsskikk
–§ 5-3 om krav til god forretningsskikk ved egenhandel
–§ 5-4 om handel i børsnoterte finansielle instrumenter
–§ 5-5 om handel i finansielle instrumenter som er registrert i Verdipapirsentralen
–§ 6-1 om utførelse av oppdrag
–§ 6-3 om innbyrdes forretninger
–§ 7-2 om opplysningsplikt overfor Kredittilsynet
–§ 7-4 om pålegg m.v.

Når det gjelder forslaget til § 5-6 om oppgaveplikt vises det til at denne etter utvalgets forslag i NOU 1995:1 også var foreslått straffesanksjonert. Den er imidlertid ikke omfattet av straffebestemmelsen i lovforslaget i proposisjonen, noe utvalget antar skyldes en inkurie.

Det følger av vphl. § 62 fjerde ledd at medvirkning også er straffbart. I henhold til femte ledd finner påtale sted bare når allmenne hensyn krever det.

12.1.2.2 Børsens sanksjonsmidler

Børsen er i børsloven gitt sanksjonsmidler som kan anvendes overfor de børsnoterte foretakene og børsmedlemmene. Utvalget vil her gi en oversikt over de sanksjonsmidler som er relevante for de bestemmelsene i vphl. som børsen fører kontroll med.

En rekke av børslovens bestemmelser er straffesanksjonert, jf. børsl. § 6-1. Utover straffesanksjonen kan børsstyret pålegge et foretak eller en person som ikke oppfyller sin opplysningsplikt etter børsl. §§ 4-7 og 4-8 en daglig, løpende mulkt inntil opplysningsplikten er oppfylt, jf. børsl. § 6-2. Det børsnoterte selskap kan ved overtredelse av børsloven eller børsforskriften også pålegges å betale et overtredelsesgebyr på inntil 10 ganger årlig kursnoteringsavgift, jf. børsl. § 6-3.

Som nevnt i *"Tilbudsplikt og regler om frivillige tilbud"* i kapittel 9 om tilbudsplikt har bestemmelsene om tilbudsplikt i vphl. en egen sanksjonsbestemmelse, jf. § 5C. Det følger av vphl. § 5C første ledd at aksjeeiere som har plikt til å fremsette tilbud, uten å gjøre dette, innen fire uker skal avhende aksjer slik at tilbudsplikten faller bort. Overskrides fristen kan Oslo Børs etter kunngjøring med fire ukers frist i Norsk lysingsblad la aksjer selge ved offentlig auksjon slik at tilbudsplikten faller bort. Sålenge tilbudsplikten foreligger vil den aksjonær som forsømmer sin tilbudsplikt være avskåret fra å utøve aksjonærrettigheter, bortsett fra retten til å heve utbytte for aksjene og til å utøve fortrinnsrett ved kapitalforhøyelser, jf. vphl. § 5C annet ledd. I henhold til bestemmelsen gjelder dette likevel ikke dersom et flertall av de øvrige aksjonærer samtykker i at vedkommende aksjonær kan utøve andre rettigheter. Videre følger det av vphl. § 5C fjerde ledd at aksjeeier som forsømmer sin tilbudsplikt kan ilegges en daglig mulkt som påløper inntil avhendelsesplikten er oppfylt. Også foretak eller person som ikke oppfyller opplysningsplikten etter vphl. § 5C tredje ledd, se *"Opplysningsplikt overfor Kredittilsynet og børsen"* i punkt 12.1.1.4 over, kan pålegges en daglig løpende mulkt. Oslo Børs fastsetter mulktens størrelse.

12.2 UTVALGETS VURDERINGER

12.2.1 Innledning

Utvalget viser til NOU 1995:1 når det gjelder det tilsyn som føres med og de sanksjoner som kan anvendes overfor verdipapirforetakene. Vphls øvrige bestemmelser som utvalget har gjennomgått i denne innstillingen er rettet mot også øvrige aktører, som verdipapirutstedende foretak samt både institusjonelle og private investorer. Utvalget vil derfor gjennomgå og foreta en vurdering av de tilsyns- og sanksjonsbestemmelser i vphl. som kan anvendes overfor disse aktører ved håndhevelsen av vphls alminnelige bestemmelser. Sanksjonsbestemmelsen i vphl. § 5C har imidlertid utvalget funnet hensiktsmessig å vurdere i *"Tilbudsplikt og regler om frivillige tilbud"* i kapittel 9 om tilbudsplikt, se *"Frivillige tilbud"* i punkt 9.3.17. Det vises også til utvalgets forslag til sanksjoner som kan anvendes av børsen ved overtredelse av regelverket om offentlige tilbud, jf. *"Overtredelse av regelverket om offentlige tilbud"* i punkt 10.3.15.

Som nevnt i *"Lovens formål samt stedlig og saklig virkeområde"* i kapittel 3 har utvalget foreslått en ny definisjon av «regulert marked». I dag er det kun børsen som er å anse som et regulert marked. Utvalget har foreslått at departementet i forskrift kan fastsette at vphls bestemmelser også skal gjelde for andre regulerte markeder som eventuelt vil oppstå. Utvalget legger til grunn at de sivilrettslige sanksjonsmuligheter børsen gis etter utvalgets forslag, også må kunne vurderes gitt anvendelse for kontrollmyndigheter i andre regulerte markeder. Utvalget antar at børsklagenemnden vil kunne være en aktuell klagenemnd også for vedtak fattet i andre regulerte markeder. Utvalget har ikke tatt stilling til om dette forutsetter en justering av børslovens regler.

12.2.2 Tilsyn

12.2.2.1 Overordnet tilsyn med markedene

Det følger av vphl. § 3 at departementet skal forestå tilsyn med verdipapirhandelen og med overholdelsen av lovgivningen om verdipapirhandelen. Departementet har således det overordnede tilsyn med selve handelen og med at regelverket overholdes. Den løpende kontroll med verdipapirforetakenes virksomhet og med overholdelsen av lovens bestemmelser skal føres av Kredittilsynet, jf. vphl. § 34 første ledd. I forslaget til § 7-1 i Ot. prp. nr. 15 (1995-96) utvides imidlertid bestemmelsen til å gjelde kontroll med handelen i finansielle instrumenter, i tråd med utvalgets forslag til en egen definisjon av finansielle instrumenter.

Utvalget foreslår at vphl. § 3 tas inn i den foreslåtte § 7-1 i Ot. prp. nr. 15 (1995-96), med tilsvarende endring som er foreslått for Kredittilsynets kontroll. Departementet skal således ha det overordnede tilsyn med handelen i finansielle instrumenter og med overholdelsen av lovgivningen om verdipapirhandelen.

Forslaget innebærer at også de bankdominerte markeder for særlig rente- og valutainstrumenter vil bli underlagt tilsyn. I dag skjer dette tilsynet gjennom tilsynet med institusjonene. Utvalget legger til grunn at dette også i fremtiden vil bli det mest praktiske. Markedene for valutainstrumenter og ikke-standardiserte renteinstrumenter er ikke å anse som regulerte markeder i henhold til utvalgets forslag til ny definisjon. Det vises til at de fleste av de bestemmelsene som regulerer handelen i verdipapirmarkedet er rettet mot børsnoterte finansielle instrumenter. Dette gjelder blant annet reglene om innsidehandel, flaggingsplikt, meldeplikt og tilbudsplikt. Bestemmelsen om kravet til god forretningsskikk og forbudet mot urimelige forretningsmetoder er imidlertid etter utvalgets forslag gitt anvendelse på finansielle instrumenter generelt, og vil derfor også gjelde for de nevnte markedene for rente- og valutainstrumenter.

Når det gjelder varederivatmarkedet vises det til at varederivater i dag ikke er omfattet av verdipapirdefinisjonen i vphl. § 1, og heller ikke er omfattet av forslaget til ny definisjon av finansielle instrumenter. I den grad institusjonene under tilsyn av Kredittilsynet er aktører i dette markedet, vil det gjennom institusjonstilsynet føres et visst tilsyn også med varederivatmarkedet. Som nevnt i *"Varederivatmarkedet"* i punkt 11.2.5 er det i dag etablert et organisert marked for kraftderivater. Statsforetaket Statnett SF's heleide datterselskap Statnett Marked AS er gitt konsesjon etter energiloven § 4-2 til å organisere markeder for fysisk krafthandel. Statnett Marked fungerer som børs og som oppgjørssentral. Det følger som nevnt i *"Varederivater"* i punkt 11.3.3 av konsesjonen fra Norges vassdrags og energiverk at Statnett Marked AS bl.a. plikter å gi Norges vassdrags- og energiverk de opplysninger som er nødvendige for utøvelse av tilsyn med monopolvirksomhet og arbeid med konkurransefremmende tiltak.

12.2.2.2 Kontroll med handelen i finansielle instrumenter

Kredittilsynet har som nevnt ansvaret for å føre kontroll med handelen i finansielle instrumenter, jf. forslaget til § 7-1 i Ot. prp. nr. 15 (1995-96). Dette innebærer altså et tilsyn med verdipapirforetakene, oppgjørssentraler og med overholdelse av vphl. Børsen er imidlertid også tillagt tilsynsoppgaver, jf. børsl. §§ 1-5 (1) og 5-4 (3) og vphl. § 34 annet ledd. På enkelte av områdene er det klart at kompetansen bare ligger hos det ene organet, mens det på andre områder i en viss utstrekning er sammenfall. De to insititusjoner vil, ut fra forskjellige innfallsvinkler og erfaringsbakgrunn, hver for seg kunne avdekke forskjellige forhold som er i strid med lovgivningen.

Utvalget viser til det samarbeid som er etablert mellom Oslo Børs og Kredittilsynet når det gjelder tilsynet med verdipapirhandelen. Erfaring viser at dette samarbeidet i praksis fungerer bra. Utvalget legger til grunn at den gjeldende kompetansefordeling bør videreføres, så lenge børsen er organisert som i dag. Utvalget viser for øvrig til at en vurdering av børslovens bestemmelser faller utenfor utvalgets mandat.

Utvalget vil imidlertid i hovedsak gjennomgå de tilsynsbestemmelser i vphl. som retter seg mot andre aktører enn fondsmeglerforetakene.

12.2.2.3 Opplysningsplikt overfor Kredittilsynet

12.2.2.3.1 Opplysningsplikt i saker som gjelder innsidehandel og kursmanipulasjon

Dersom de av vphls bestemmelser som retter seg mot enhver skal kunne håndheves på en effektiv måte, vil det være hensiktsmessig at Kredittilsynet fikk adgang til å innhente nødvendige opplysninger for å undersøke mulige overtredelser av disse bestemmelsene. Det som kjennetegner f.eks. håndheving av bestemmelser om markedsmaniupulasjon og ulovlig innsidehandel, såvel nasjonalt som internasjonalt, er at brudd på bestemmelsene ofte er svært vanskelig å bevise. Det kan være avgjørende i disse sakene at Kredittilsynet har anledning til raskt og effektivt å innhente korrekte og fullstendige opplysninger fra ulike personer og foretak.

I dag er det kun institusjoner under tilsyn og til en viss grad verdipapirutstedende foretak som har opplysningsplikt overfor Kredittilsynet. Kredittilsynet har ikke myndighet til å innhente opplysninger fra investorer generelt uten gjennom rettslig bevisopptak. Dette er en meget tidkrevende fremgangsmåte. Utvalget har på denne bakgrunn reist spørsmål om det bør foreslås en direkte opplysningsplikt overfor Kredittilsynet i saker som gjelder overtredelser av forbudene mot innsidehandel og kursmanipulasjon. Utvalget vil foreta en gjennomgang av de hensyn som taler for å innføre en slik opplysningsplikt, og de hensyn som taler imot.

Det vil her være tale om å innføre en regel om offentligrettslig forklaringsplikt tilsvarende de regler som forøvrig finnes i forvaltningslovgivningen. Utvalget viser til at en slik alminnelig opplysningsplikt gjelder overfor Konkurransetilsynet, jf. konkurranseloven 11. juni 1993 nr. 65 § 6-1. Denne opplysningsplikten omfatter alle opplysninger Konkurransetilsynet måtte kreve for å kunne utføre sine gjøremål etter loven. Det følger av konkurranseloven § 6-6 første ledd bokstav d) at den som gir uriktige eller ufullstendige opplysninger til Konkurransetilsynet kan straffes med bøter eller med fengsel inntil tre år. Videre kan nevnes bestemmelsen i lov om valutaregulering av 14. juli 1950 nr. 11 § 7 første ledd. Etter denne bestemmelse er enhver forpliktet til å gi Finansdepartementet eller Norges Bank de opplysninger som er nødvendige for «å gjennomføre føresegner gjevne i eller med heimel i denne lova, eller som trengst til kontrollen med at slik føresegn vert etterlevd». Etter lovens § 11 vil brudd på opplysningsplikten kunne medføre straff.

Som eksempel kan også nevnes vphl. § 5C tredje ledd som gir børsen adgang til å kreve opplysninger fra personer som kan ha betydning for spørsmål om tilbudsplikt. Bestemmelsen er imidlertid ikke straffesanksjonert. Videre vises det til at Kredittilsynet kan kreve opplysninger fra enhver aksjonær i finansinstitusjon eller morselskap i finanskonsern som er nødvendig for gjennomføringen av tilsynet med og overholdelsen av finansieringsvirksomhetsloven, jf. finl. § 5-3. Forbudet mot urimelige forretningsmetoder og forbudet mot innsidehandel er bestemmelser som retter seg mot enhver som opptrer i verdipapirmarkedet og skal bidra til å sikre en ordnet verdipapirhandel. Det vises også til at utvalget foreslår et uttrykkelig forbud mot kursmanipulasjon rettet mot enhver. Kontrollen med etterlevelsen av forbudet

mot urimelige forretningsmetoder, kursmanipulasjon og innsidehandel er avhengig av at Kredittilsynet får nødvendige faktiske opplysninger. I disse tilfellene foreligger det ofte ikke bakgrunnsinformasjon i form av skriftlig materiale som regnskaper, offentlige oppgaver og annen dokumentasjon. Dette er materiale Kredittilsynet har tilgang til i tilsynet med institusjonene, mens det i innsidesaker og saker om urimelige forretningsmetoder ofte ikke finnes skriftlig dokumentasjon.

Innsidehandel og kursmanipulasjon er som tidligere nevnt svært vanskelig å bevise. Når det gjelder innsidehandel har dette særlig sammenheng med det sentrale kravet i gjerningsbeskrivelsen om at den som handler må inneha innsideinformasjon. Hvorvidt vedkommende faktisk hadde kunnskap om den relevante informasjon er ikke gjenstand for direkte iakttagelse.

Kredittilsynet har i disse tilfellene et særlig behov for å rette forespørsler i flere retninger, og ikke bare til den som angivelig har overtrådt reglene. Særlig ved håndhevelsen av forbudet mot innsidehandel er det behov for å kunne kreve opplysninger fra også andre enn den som faktisk har foretatt transaksjonen. Dette vil f.eks. gjelde ved oppkjøp, fusjoner og ved emisjoner i verdipapirer.

Det er grunn til å anta at primærinnsidere eller andre som rettmessig innehar innsideinformasjon og som ønsker å foreta ulovlig innsidehandel, neppe vil gjøre dette i eget navn. Den som foretar innsidehandel på bakgrunn av urettmessig besittelse av innsideinformasjon vil eksempelvis kunne ha mottatt informasjon fra en person som rettmessig innehar denne. I disse tilfellene er det viktig for Kredittilsynet å fastslå personrelasjoner, følge pengestrømmer samt kartlegge behandlingen av fortrolig informasjon.

Tilsynsl. § 5 annet ledd, jf. domstolsloven § 44, om bevisopptak gir anvisning på en mer omstendelig fremgangsmåte, i forbindelse med fremskaffing av opplysninger i tilknytning til overvåking av markedet. Adgangen blir derfor sjeldent benyttet. Dette vil kunne medføre at tilsynsmyndigheten kan ha problemer med å avdekke eventuelle rettsstridige forhold. Hensiktsmessighetshensyn kan derfor tale for at vitneplikten som gjelder overfor retten når Kredittilsynet begjærer bevisopptak, bør gjelde direkte overfor Kredittilsynet. Rettslig bevisopptak vil normalt bare være aktuelt overfor personer som ikke ønsker å forklare seg, eller i tilfeller der Kredittilsynet har grunn til å anta at vedkommende forklarer seg uriktig eller ufullstendig. En lovfestet opplysningsplikt vil også, trolig i større grad enn opplysninger gitt på frivillig basis, bidra til å sikre nøyaktighet og fullstendighet i den informasjon som Kredittilsynet skal basere sine vurderinger på. Utvalget vil imidlertid bemerke at det følger av straffel. § 166 første ledd at den som avgir falsk forklaring til offentlig myndighet kan straffes selv om vedkommende ikke plikter å forklare seg, dersom forklaringen skal benyttes som bevis.

I saker der det f.eks. er mistanke om innsidehandel kan alminnelig opplysningsplikt bidra til rask avklaring av forholdet. Dersom den mistenkte er uskyldig, vil nok vedkommende som oftest ønske å bidra til sakens opplysning, og derfor forklare seg frivillig. Erfaringen går ut på at de fleste forklarer seg frivillig. Enkelte har imidlertid på et mer prinsipielt grunnlag ønsker å benytte seg av retten til å nekte og forklare seg. I slike saker kan Kredittilsynet som nevnt begjære bevisopptak for domstolen. Alternativt kan Kredittilsynet oversende saken til politiet for videre etterforskning. At noen anmeldes til politiet på sviktende grunnlag er imidlertid uheldig, fordi anmeldelsen i seg selv kan få negative konsekvenser for den anmeldte.

Hensynet til effektiv offentlig kontroll kan etter utvalgets syn tale for å utvide opplysningsplikten overfor Kredittilsynet, mens andre hensyn kan tale for å vise varsomhet ved en eventuell utvidelse av opplysningsplikten. Det vises til at Kredittilsynet håndhever straffesanksjonerte bestemmelser, og Kredittilsynets etterforskning kan derfor resultere i anmeldelse og oversendelse til politiet. Saken vil da gå

over i straffeprosessens former. Politiet kan som kjent ikke pålegge noen å gi forklaring, jf. straffeprosessloven § 230 første ledd. I retten har vedkommende ingen forklaringsplikt dersom han har fått stilling som siktet, jf. strfprl.§ 167 jf. § 82. Videre strekker den alminnelige vitneplikt seg ikke lenger enn til forhold som ikke kan utsette en selv og ens nærmeste for straff eller tap av borgerlig aktelse, jf. strfprl. § 123. Dette prinsippet gjelder også når Kredittilsynet krever bevisopptak etter tilsynsl. § 5 annet ledd, jf. domstolloven § 44.

Selv om politiet ikke kan pålegge noen å forklare seg, er det enkelte forskjeller mellom de saker politiet og Kredittilsynet etterforsker som likevel kan begrunne en forklaringsplikt overfor Kredittilsynet. Politiets etterforskning kommer ofte i gang ved en anmeldelse, eller ved at det på et tidlig tidspunkt kan konstateres med stor sannsynlighet at det er begått en straffbar handling. Kredittilsynet mottar imidlertid sjelden henvendelser fra investorer om overtredelser av vphl. En viktig grunn til dette er at investorene ofte ikke har kjennskap til uregelmessigheter fra motpartens side. Kredittilsynet kan ofte heller ikke på et tidlig tidspunkt være i stand til å fastslå om en overtredelse har funnet sted. Kredittilsynet er derfor i større grad enn politiet avhengig av å drive generell overvåking av markedsaktørene, og i denne forbindelse aktivt innhente opplysninger på eget initiativ. Dette skjer også uten at det foreligger mistanke om noen straffbar handling.

For Kredittilsynet vil det være nyttig om opplysningsplikten omfatter alle som kan tenkes å ha relevante opplysninger i saken. Konflikten mellom opplysnings- og forklaringsplikten under straffansvar og straffeprosesslovens bestemmelser som gir beskyttelse mot å bidra til sin egen domfellelse, vil i disse tilfeller ikke gjøre seg gjeldende.

Opplysningsplikten overfor Konkurransetilsynet, jf. konkurransel. § 6-1 som er en videreføring av den tidligere prisl. § 15, er ikke gjort gjeldende med de begrensninger som følger av straffeprosesslovens bestemmelser. I Ot. prp. nr. 41 (1992-93) s. 112-113 uttales følgende:

> «Den som blir avkrevd opplysninger, vil ikke kunne nekte å besvare konkurransemyndighetene under henvisning til bestemmelsene om fritak fra vitneplikten overfor domstolene, med den begrunnelse at svaret vil kunne utsette ham for straffansvar eller tap av den borgelige aktelse (jf. straffeprosessloven § 123 og tvistemålsloven § 208) eller at det åpenbares drifts- eller forretningshemmeligheter (jf. straffeprosessloven § 124 og tvistemålloven § 209).»

I konkurranseloven har opplysningsplikten et dobbelt formål. Bestemmelsen brukes både til å avdekke straffbare forhold, og til å innhente opplysninger som skal bidra til å skaffe grunnlag for vedtak i saker om konkurransefremmende tiltak, f.eks. vedtak om å opptre på en bestemt måte, herunder opphøre med tidligere konkurranseskadelig adferd.

Forklaringer gitt til kontrollorganer kan legges frem i en straffesak som politiforklaring, jf. Høyesteretts kjennelse inntatt i Rt. 1994 s. 610. Dette innebærer at forklaringen kan leses opp dersom vedkommendes forklaring i retten avviker fra tidligere forklaring. Saken gjaldt bruken av opplysninger gitt til Konkurransetilsynet. Høyesterett la imidlertid til grunn at slike forklaringer ikke kan fremlegges som dokumentbevis.

Forbudet mot «selvinkriminering» etter straffeprosessloven gjelder i utgangspunktet ikke på forvaltningsstadiet. Det at Kredittilsynet i realiteten driver etterforskning med sikte på å avdekke overtredelser av straffesanksjonerte bestemmelser, jf. vphl. §§ 5, 6 og 62, kan likevel tale for en rett til å nekte og forklare seg, tilsvarende den som følger av straffeprosesslovens bestemmelser. En eventuell generell opplys-

ningsplikt vil derfor etter utvalgets syn måtte bli gjort gjeldende med de begrensninger som følger av straffeprosessloven, og også vike for lovbestemt taushetsplikt.

I andre nordiske land er det innført opplysningsplikt overfor tilsynsmyndighetene for en videre krets i saker som gjelder overtredelser av forbudet mot innsidehandel. Utvalget viser til at både Danmark og Sverige har slike bestemmelser. Den Svenske Insiderlag (1990:1342) § 18 første ledd lyder:

> «18 § Om det finns anledning anta att en bestämmelse i 4 § överträtts, har Finansinspektionen rätt att få de uppgifter som den behöver för sin utredning från
> 1.den som det finns anledning anta har gjort överträdelsen,
> 2.ett aktiebolag eller en juridisk person i övrigt vars fondpapper övertredelsen gäller,
> 3.den juridiska person som lämnat det offentliga erbjudandet om aktieförvärv,
> 4.moderföretaget till det aktiebolag eller den juridiska person som avses i 2 eller 3,
> 5.myndighet
> 6.någon som driver värdepappersrörelse med stöd av 1 kap. 3 eller 3a § lagen (1991:981) om värdepappersrörelse,
> 7.någon annan som köpt eller sålt fondpapper, om det finns anledning anta att köpet eller försäljningen föranletts av otillåtet råd eller därmed jämförlig åtgärd som avses i 4 §.»

I den danske Fondsbørsloven § 35 a første ledd følger det at Finanstilsynet, der det er grunnlag for å anta at det er skjedd en overtredelse av forbudet mot innsidehandel i § 39 a og taushetsplikten i § 39 b, kan pålegge fysiske og juridiske personer å gi opplysninger, som er nødvendige for sakens undersøkelse.

Utvalget har utfra de ulike hensyn som gjør seg gjeldende vært i adskillig tvil, men er kommet til at det i tråd med det som gjelder i Danmark og Sverige bør foreslås en særlig opplysningsplikt overfor Kredittilsynet i saker som gjelder innsidehandel. Opplysningsplikten skal gjelde enhver, og plikten skal omfatte opplysninger som anses nødvendige i saken. I tillegg foreslår utvalget at en slik opplysningsplikt også skal gjelde i saker om kursmanipulasjon. På samme måte som i innsidesaker er overtredelse av forbudet mot kursmanipulasjon vanskelig å bevise. En effektiv håndheving er derfor avhengig av at Kredittilsynet kan innhente nødvendige faktiske opplysninger. En hurtig og effektiv undersøkelse i saker om kursmanipulasjon og innsidehandel må antas å ha en betydelig preventiv effekt.

Utvalget legger imidlertid stor vekt på at rettsikkerhetsgarantier skal gjelde også på forvaltningsstadiet. I den forbindelse viser utvalget til at det følger av forvaltningsloven § 12 at en part har rett til å la seg bistå av advokat på alle trinn av saksbehandlingen. Utvalget mener at retten til å benytte advokat må gjelde generelt for slike avhør, og at dette må følge av loven. I tillegg kommer at vernet mot selvinkriminering må lovfestes.

Det må videre også være en forutsetning at opplysningene bare brukes i den aktuelle saken. Det må også forutsettes at kun det endelige underskrevede avhør følger saken hvis den går videre, og at det gis kopi til den avhørte.

Endelig foreslås det at opplysningsplikten også viker for lovbestemt taushetsplikt. Et slikt unntak bør likevel ikke gjelde for lovbestemt taushetsplikt som påhviler kredittinstitusjoner og finansieringsforetak, da det som nevnt er særlig viktig for Kredittilsynet i slike saker å innhente kontoopplysninger om kunden.

Utvalget påpeker hvilken belastning en opplysningsplikt kan innebære for de berørte parter, og viser til at innkreving av opplysninger kun skal skje i saker hvor det foreligger konkret mistanke om overtredelse av de aktuelle bestemmelsene.

12.2.2.3.2 Utstedereforetaks opplysningsplikt

Vphl. § 35 tredje ledd pålegger foretak som har utstedt verdipapirer opplysningsplikt overfor Kredittilsynet. Bestemmelsen supplerer således tilsynsloven § 3 annet ledd som kun gjelder institusjoner under tilsyn.

I henhold til gjeldende rett har et foretak som har utstedt verdipapirer en plikt til å gi Kredittilsynet de opplysninger som Kredittilsynet anser nødvendige for å avgjøre om det har skjedd overtredelse av bestemmelser gitt i eller i medhold av vphl. Det er altså opp til Kredittilsynet å avgjøre hvilke opplysninger som er nødvendige så lenge formålet for innhentingen er å avgjøre om det har skjedd overtredelser av vphl. med forskrifter.

Utvalget har i *"Innsidehandel"* i kapittel 4 om innsidehandel foreslått en plikt for utstederselskapene til å føre lister over eksterne mottakere av fortrolig kurssensitiv informasjon. Det forutsettes at Kredittilsynet ved behov kan innhente disse listene. Formålet er i disse tilfelle å sammenligne listene med lister over transaksjoner foretatt i selskapets verdipapirer i forbindelse med håndhevelsen av forbudet mot innsidehandel.

Det er noe uklart hvor langt bestemmelsen om utstederforetaks opplysningsplikt i vphl. § 35 tredje ledd rekker. Utvalget antar at opplysningsplikten gjelder opplysninger som Kredittilsynet har behov for i forbindelse med å avgjøre om det har skjedd lovbrudd bl.a. i forbindelse med handel i selskapets verdipapirer, og således ikke gir hjemmel for å kreve opplysninger fra et utstederforetak som anses nødvendig for å avgjøre om det har skjedd lovbrudd ved handel i verdipapirer utstedt av andre foretak. Opplysninger vil imidlertid kunne kreves med hjemmel i den nye bestemmelsen utvalget foreslår i saker som gjelder innsidehandel og kursmanipulasjon.

Utvalget vil foreta en presisering i bestemmelsens ordlyd for å gjøre det klart at bestemmelsen kun gjelder opplysninger som Kredittilsynet anser nødvendig for å avdekke brudd på vphl. med forskrifter i forbindelse med foretakets verdipapirer. Foretaket plikter imidlertid i denne forbindelse å opplyse om alle forhold i tilknytning til foretaket og verdipapirene. Opplysningsplikten vil således ha en selvstendig betydning i saker som ikke gjelder innsidehandel eller kursmanipulasjon. Når det gjelder de lister utstederforetakene etter utvalgets forslag plikter å føre over eksterne mottakere av innsideinformasjon, vil Kredittilsynet kunne innhente disse med hjemmel i den nye bestemmelsen som foreslås, dersom undersøkelsen gjelder et annet foretaks verdipapirer.

Utvalget viser til at opplysningsplikten gjelder foretaket. Dersom den enkelte tillitsmann og ansatt nekter å forklare seg, vil avhør kunne foretas gjennom rettslig bevisopptak, som nevnt under 12.2.2.3.1. Vedkommende vil imidlertid kunne pålegges opplysningsplikt direkte overfor Kredittilsynet etter forslaget til ny bestemmelse dersom saken gjelder innsidehandel eller kursmanipulasjon.

12.2.2.4 Taushetsplikt

I NOU 1995:1 foreslo utvalget ingen materielle endringer i vphl. § 36, som ble foreslått videreført i utvalgets lovutkast § 7-3 og er lagt til grunn i § 7-3 i Ot. prp. nr. 15 (1995-96). Bestemmelsen viser til den gjeldende taushetspliktbestemmelsen i tilsynsloven § 7. Det følger av tilsynsl. § 7 at taushetsplikten omfatter opplysninger

om en kundes forhold og gjelder overfor uvedkommende. Det fremgår uttrykkelig av tilsynsl. § 7 at taushetsplikten ikke gjelder overfor Norges Bank.

I henhold til vphl. § 36 tredje ledd, jf. forslaget til § 7-3 tredje ledd i Ot. prp. nr. 15 (1995-96), er som nevnt Kredittilsynet også unntatt fra taushetsplikten overfor børsen når det gjelder forhold som gjelder overtredelser av vphl. Utvalget har i denne forbindelse vurdert om også Verdipapirsentralen og Opsjonssentralen bør omfattes av unntaket i tredje ledd.

Kredittilsynet har ansvar for det løpende tilsyn med verdipapirmarkedet. I tillegg til Oslo Børs har også Norges Bank, Verdipapirsentralen (VPS) og Opsjonssentralen sentrale roller i handelen på verdipapirmarkedet. For å gjennomføre et tilfredsstillende tilsyn er det hensiktsmessig med et etablert samarbeid mellom disse ulike organer. Kredittilsynet kan i hovedsak få de opplysninger som er nødvendig fra de nevnte organer. Det kan imidlertid også være behov for Kredittilsynet å gi opplysninger ikke bare til Norges Bank og Oslo Børs, men også til VPS og opsjonssentralen. Dette kan være i forbindelse med håndtering av krisesituasjoner i foretak under tilsyn eller ved annet mislighold fra markedsdeltagere, hvor varsling av disse organer kan bidra til å begrense skader.

I Investeringstjenestedirektivet (ISD) følger det av art. 25 nr. 1 at medlemsstatene skal fastsette at tilsynsmyndighetene skal være underlagt taushetsplikt om fortrolig informasjon som mottas i embets medfør. Det gjelder imidlertid en rekke unntak. Bl.a. skal taushetsplikten ikke være til hinder for at tilsynsmyndigheten oversender taushetsbelagt informasjon til oppgjørssentral eller et lignende organ som etter nasjonal lovgivning kan foreta avregning eller oppgjør på et av markedene i den aktuelle medlemstat, dersom dette anses nødvendig for å sikre at disse organer fungere som de skal i forbindelse med en markedsdeltakers mislighold eller potensiellt mislighold, jf. art. 25 nr. 7. Det forutsettes imidlertid at opplysninger mottatt i denne forbindelse skal være underlagt taushetsplikt. Videre følger det at dersom opplysningene kommer fra utenlandske tilsynsmyndigheter kan de i disse tilfelle ikke gis videre uten uttrykkelig samtykke fra vedkommende myndighet.

I de tilfeller Kredittilsynet har behov for å gi opplysninger, antar utvalget at de nevnte institusjoner neppe er å anse som uvedkommende. Ved tolkningen av begrepet bør det etter utvalgets syn legges vekt på hvem Kredittilsynet til enhver tid samarbeider med. Utvalget finner imidlertid at det er hensiktsmessig at et unntak fremkommer klart i loven. Av hensyn til aktørene på verdipapirmarkedet finner utvalget at unntaket bør fremgå av vphl. tilsvarende unntaket som gjelder overfor børsen. Utvalget foreslår at unntaket i vphl. § 36 tredje ledd også gis anvendelse for VPS og oppgjørssentraler. Videre foreslås det at unntaket ikke begrenses til forhold som gjelder overtredelser av vphl., men gis anvendelse for forhold som er nødvendig for utførelsen av disse institusjoners oppgaver.

Utvalget viser til at VPS er underlagt taushetsplikt, jf. vpsl. § 2-14 og at taushetsplikt for oppgjørssentralers vedkommende er foreslått av utvalget i § 6-5.

12.2.3 Sanksjoner

Kredittilsynet har i forhold til investorer som ikke er institusjoner under tilsyn, ingen sanksjonsmidler utover politianmeldelser. Bestemmelsene om offentlighet i forvaltningen kan imidlertid føre til at kritikk fra Kredittilsynet blir offentliggjort og kjent i markedet, noe som kan oppleves som en sanksjon.

Overfor verdipapirforetakene har Kredittilsynet som nevnt under *"Kredittilsynets sanksjonsmidler"* i punkt 12.1.2.1 noen flere håndhevelse og sanksjonsmidler, herunder pålegg om retting, stans av virksomheten, tilbakekall av fondsmeglerbrev, samt ileggelse av tvangsmulkt i tilfeller der pålegg ikke følges opp. Disse bestem-

melsene er vurdert av utvalget i *"Flaggingsplikt (meldeplikt ved erverv og avhendelse av større aksjeposter og rettigheter til slike)"* i kapittel 7 om tilsyn og sanksjoner i NOU 1995:1. Utvalget har der foreslått en bestemmelse om tilbakekall av foretakets tillatelse, jf. lovutkastets § 7-5, i tråd med bestemmelser i ISD. Forslaget er lagt til grunn i Ot. prp. nr. 15 (1995-96). En slik bestemmelse skal erstatte dagens vphl. § 38 om tilbakekall av fondsmeglerbrev samt § 37 om bortfall av retten til å drive fondsmegling. Sanksjoner som innebærer at virksomheten må opphøre vil ofte ikke være et praktisk sanksjonsmiddel ved enkeltstående overtredelser. I tilfeller der Kredittilsynet antar at det har skjedd lovovertredelser står Kredittilsynet derfor overfor valget mellom å gi foretaket kritikk eller å oversende saken til politiet.

Utvalget har på denne bakgrunn vurdert om Kredittilsynet bør gis et sivilrettslig sanksjonsmiddel som alternativ til politianmeldelse med begjæring om straff, og som skal kunne anvendes overfor verdipapirforetakene og øvrige markedsaktører som overtrer verdipapirhandellovens bestemmelser. Både overtredelsesgebyr og vinningsavståelse kan være aktuelle sivilrettslige sanksjonsmidler. Når det gjelder overtredelsesgebyr vises det til at det kan reises spørsmål om prinsipielle sider ved en gebyrordning. En gebyrordning vil kunne være å betrakte som straff i forhold til Grunnloven § 96. Utvalget anser derfor ikke overtredelsesgebyr som et hensiktsmessig sanksjonsmiddel, men vil istedet foreslå å innføre vinningsavståelse som sanksjonsmiddel for Kredittilsynet, jf. drøftelsen under.

12.2.3.1 Administrative sanksjoner – vinningsavståelse

I NOU 1995:1, punkt 7.4.3.3.3, viser utvalget til at Kredittilsynet kan ha behov for et sivilrettslig reaksjonsmiddel i tillegg til straff. Utvalget viser der til at den nye konkurranseloven 11. juni 1993 nr. 65 i § 6-5 har fått en sanksjonsregel om vinningsavståelse. Videre uttaler utvalget i NOU 1995:1 s.121, følgende:

> «Utvalget antar at dette kan være et hensiktsmessig sanksjonsmiddel for Kredittilsynet. Særlig i forhold til investorer, vil dette kunne være et nyttig sanksjonsmiddel. Overfor disse aktører har Kredittilsynet få sanksjonsmuligheter utover politianmeldelse. Sivilrettslig forelegg vil imidlertid også være aktuelt å ilegge foretak. Utvalget legger til grunn at dette er et spørsmål som har en side til Kredittilsynets alminnelige kompetanse og kan tenkes å være aktuelt også i forhold til andre institusjoner under tilsyn. Utvalget legger på den annen side til grunn at dersom en slik bestemmelse skal anvendes også overfor investorer og andre uten tilknytning til et investeringforetak, må bestemmelsen plasseres i vphl. – i tilknytning til de materielle og prosessuelle kunderegler som i tilfelle overtres. Utvalget vil derfor vurdere de reelle behov for et slikt sanksjonsmiddel i forbindelse med delinnstilling II hvor det skal foretas en gjennomgang av vphls alminnelige bestemmelser.»

Kredittilsynet har altså i dag ingen sivilrettslige økonomiske sanksjonsmidler.

Etter konkurranselovgivningen er Konkurransetilsynet gitt et sivilt økonomisk sanksjonsmiddel. Det følger av konkurranseloven § 6-5 at Konkurransetilsynet kan gi pålegg om vinningsavståelse. Bestemmelsen medfører at Konkurransetilsynet kan fremme et inndragningskrav uten å måtte gå veien om påtalemyndigheten. Den som har oppnådd vinning ved overtredelse av loven, kan pålegges å gi fra seg vinningen, jf. konkurransel. § 6-5 første ledd første punktum. Dette gjelder også hvor den som vinningen tilfaller, er en annen enn lovovertrederen, jf. konkurransel. § 6-5 første ledd annet punktum. Vilkåret for å anvende bestemmelsen er at konkurranseloven eller vedtak fattet med hjemmel i loven objektivt sett er overtrådt. Bestem-

melsen vil således kunne anvendes selv om vilkårene for straff ikke er til stede, se Ot. prp. nr. 41 (1992-93) s. 115-116.

Pålegget skal ha form som forelegg, jf. konkurransel. § 6-5 tredje ledd. Videre følger det at beslutning om å utferdige forelegg ikke skal anses som enkeltvedtak etter forvaltningsloven. Beslutningen kan således ikke påklages. Rettsvernhensyn er imidlertid ivaretatt ved at forelegget kan nektes vedtatt. Dersom forelegget ikke vedtas kan Konkurransetilsynet reise sivil sak. Det vil være opp til Konkurransetilsynet å avgjøre hvor stort beløp som skal inndras. Dersom størrelsen av vinningen ikke kan godtgjøres, er Konkurransetilsynet gitt adgang til skjønnsmessig å fastsette beløpet, jf. konkurransel. § 6-5 første ledd tredje punktum. I Ot. prp. nr. 41 (1992-93) s 77 ble det lagt til grunn at beløpet som skal avstås ikke må fastsettes ut fra andre kriterier enn vinning. Det ble uttalt at dersom også andre kriterier skulle legges til grunn ville fastsettelsen få et mer preg av utmåling av bøter, noe som gir reaksjonen et straffepreg. Dersom saken blir oversendt domstolen er det retten som treffer avgjørelsen mht. om vilkårene for vinningsavståelse er til stede og beløpets størrelse.

Dersom overtredelsen behandles av påtalemyndigheten eller retten etter straffeprosessloven, kan kravet om vinningsavståelse tas med som inndragningskrav etter straffeloven § 34, jf. konkurransel. § 6-5 siste ledd. I NOU 1991:27 s. 210 uttaler Konkurranselovutvalget at: «Dersom en overtredelse oversendes til påtalemyndigheten med begjæring om påtale, vil det naturlige være at både krav på inndragning og krav om straff behandles i straffesaken (ev. forelegget).»

I forbindelse med forslaget om vinningsavståelse ble forholdet til Grl § 96 vurdert av Konkurranselovutvalget, se NOU 1991: 27 s. 211-212. Konkurranselovutvalget konkluderte med at den foreslåtte prosedyre på forelegg og eventuell etterfølgende sak for domstolene tilfredsstiller kravene i Grl § 96 og at det derfor ikke er avgjørende om reaksjonen i seg selv er straff eller ikke. Dette ble også lagt til grunn ved den videre lovbehandling.

Bakgrunnen for konkurranselovens bestemmelse om vinningsavståelse var bl.a. å gi Konkurransetilsynet et sivilt virkemiddel som alternativ til politianmeldelse med begjæring om straff og eventuell inndragning, se Ot. prp. nr. 41 (1992-93) s.77. I proposisjonen s. 76 viser Administrasjonsdepartementet til Konkurranselovutvalgets innstilling og uttaler følgende:

> «Utvalget viser til at det kan ta 3-4 år å få frem større saker om overtredelse av konkurransereguleringsbestemmelsene gjennom politi og påtalemyndighet til domstolene. En inndragningsbestemmelse som kan håndheves utenom straffesak og straffeprosess, vil derfor kunne effektivisere håndhevingen av konkurransereglene og dermed begrense berikelsesmulighetene. Dette vil ha en større preventiv virkning enn bestemmelsene i straffeloven § 34.
>
> Utvalget foreslår at det vil være retningsgivende at ingen skal tjene på overtredelse av konkurranselovens regler. Men i tillegg vil utvalget markere at det reageres overfor en overtredelse selv om det ikke er noe formål at inndragningen skal føles som et onde. Gjennom forslaget har utvalget villet gradere sanksjonssytemet slik at straff i tradisjonell forstand forbeholdes de grovere overtredelsene.»

De hensynene som begrunnet innføring av vinningsavståelse som sanksjonsmiddel for Konkurransetilsynet gjør seg i stor grad også gjeldende for Kredittilsynet. Som nevnt over har Kredittilsynet få sanksjonsmidler utover politianmeldelse. Kredittilsynet har derfor både overfor investorer i bl.a. innsidesaker og overfor verdipapirforetakene behov for et mer gradert sanksjonssystem. Ved å innføre et sivilt virkemiddel for Kredittilsynet kan politianmeldelse med begjæring om straff og eventu-

ell inndragning forbeholdes de grove overtredelsene. Etter utvalgets syn er det behov for et sivilrettslig supplement til straffesanksjonering.

Overtredelser av verdipapirhandellovgivningen er ofte motivert av muligheten for å oppnå økonomisk gevinst. Dette er særlig tilfelle ved overtredelser av forbudene mot urimelige forretningsmetoder og innsidehandel, og det er nettopp ved overtredelser av disse bestemmelsene at de tradisjonelle investorene vil kunne oppnå en urettmessig vinning i verdipapirmarkedet. Verdipapirforetakene vil i tillegg kunne oppnå vinning ved overtredelse av andre bestemmelser, som f.eks. reglene om god meglerskikk. Denne bestemmelsen fanger bl.a. opp de tilfeller der fortaket har hatt vinning på bekostning av en kunde, eller megler transaksjoner til priser som avviker fra markedspris. I praksis har de tilfellene der et fondsmeglerforetak har fått forelegg om inndragning vært i saker hvor bestemmelsen om god meglerskikk har vært overtrådt. Når kapitaldekningskravene for verdipapirforetakene innføres kan overtredelse av disse medføre vinning. Slik vinning oppstår når foretaket i en periode har hatt for store posisjoner i forhold til kapitaldekningsbestemmelsene og disse har gitt fortjeneste.

Den økonomiske gevinsten som oppnås gjennom overtredelse av vphls bestemmelser vil ofte skje på bekostning av en eller flere investorer. Dette er egnet til å svekke den generelle tillit til verdipapirmarkedet. Det er derfor rimelig at lovovertrederen fratas vinningen som er oppnådd ved overtredelsen. Ved innføring av vinningsavståelse som sanksjonsmiddel for Kredittilsynet vil man reduserer utsiktene til økonomisk vinning på en mer effektiv måte enn inndragning etter strfl. § 34, noe utvalget antar vil ha en preventiv effekt.

Det vises til at det kan ta lang tid å få avgjort saker om overtredelse av vphl. gjennom politi og påtalemyndighet til domstolen. En bestemmelse om vinningsavståelse som kan håndheves utenom straffesak og straffeprosess, vil derfor kunne effektivisere håndhevingen av vphl. gjennom en raskere avgjørelsesprosess.

Utvalget peker på at man ved vedtagelsen av et forelegg om vinningsavståelse vil få en raskere avklaring enn om saken oversendes til politiet, og slipper dermed belastningen med å være under etterforskning over et lenger tidsrom. Videre vil overtrederen ikke bli registrert i strafferegisteret.

På denne bakgrunn anser utvalget det hensiktsmessig at Kredittilsynet gis adgang til å benytte vinningsavståelse som sanksjonsmiddel. Utvalget legger til grunn at vinningsavståelse skal være et alternativ til oversendelse til politiet og foreslår en bestemmelse i vphl. tilsvarende konkurranseloven § 6-5.

Vilkåret for å anvende bestemmelsen om vinningsavståelse i konkurranseloven § 6-5 er imidlertid som nevnt at loven eller vedtak fattet med hjemmel i loven objektivt sett er overtrådt. For at vinningsavståelse skal ha en preventiv virkning, legger utvalget til grunn at det i tillegg må foreligge skyld. Det foreslås derfor at det stilles krav til uaktsom eller forsettlig overtredelse. Det vises imidlertid til at vinningsavståelse som et sivilrettslig sanksjonsmiddel, kan anvendes uavhengig av om man vurderer bevisene sterke nok til å holde i en straffesak. En domstolsbehandling vil følge bevisreglene i sivilprosessen, slik at sannsynlighetsovervekt er tilstrekkelig for dom på vinningsavståelse.

For Kredittilsynet vil adgang til å utferdige forelegg på vinningsavståelse representere et helt nytt virkemiddel. Utvalget er oppmerksom på at det er vanskelig å fastslå vinning eksakt. Kredittilsynet må i tvilstilfelle skjønnsmessig fastsette denne. Dette er imidlertid ikke et argument mot å innføre vinningsavståelse som sanksjonsmiddel. Forelegget må vedtas, og vil måtte prøves av domstolene dersom det ikke vedtas.

Den vinning som avstås må tilfalle staten. I de tilfeller det ikke er dekning vil det kunne oppstå en situasjon hvor kravet om vinningsavståelse konkurrerer med et

sivilt erstatningssøksmål. Det vises til at unntaket fra Kredittilsynets taushetsplikt i vphl. § 36 annet ledd, som er foreslått videreført i Ot. prp. nr. 15 (1995-96) § 7-3 annet ledd, kan medføre at det gis opplysninger til noen som har lidd tap ved den konkrete lovovertredelsen. I de tilfeller der det er klart at en privat part vil reise søksmål, er det etter utvalgets syn rimelig at Kredittilsynet viser tilbakeholdenhet. For å gjøre dette klart foreslår utvalget at det tas inn i loven en fradragsbestemmelse etter mønster fra den tidligere prisloven § 56 om inndragning av ulovlig merpris mv. Etter bestemmelsens fjerde ledd skulle det gjøres fradrag i inndragningsbeløpet for det beløp som den ansvarlige i dommen eller forelegget pliktet å betale tilbake til den skadelidende.

12.2.3.2 Straff

Spørsmålet om de bestemmelser utvalget foreslår i denne instillingen skal straffesanksjoneres, behandles for seg under det enkelte kapittel. Når det gjelder straffesanksjonering av de bestemmelser utvalget foreslo i NOU 1995:1, vil utvalget vurdere dette her. I Ot. prp. nr. 15 (1995-96) er det foretatt en lovteknisk endring av straffebestemmelsen, som har tatt sikte på å videreføre den straffesanksjonering som følger av vphl. § 62. I dag er overtredelse av de bestemmelser som regulerer verdipapirforetakenes virksomhet og er av offentligrettslig karakter, i hovedsak straffesanksjonert og har en strafferamme på ett år.

Utvalget legger til grunn at det ikke er nødvendig å straffebelegge de bestemmelser som ikke er straffebelagt pr. i dag. Utvalget har derfor ved vurderingen av spørsmålet om straff, tatt utgangspunkt i de bestemmelser som er foreslått straffesanksjonert i Ot. prp. nr. 15 (1995-96), se *"Kredittilsynets sanksjonsmidler"* i punkt 12.1.2.1 over. Dette er regler som er gitt for å sikre at verdipapirforetakenes virksomhet blir utøvet på en forsvarlig måte, og som har sitt grunnlag i behovet for å sikre en ordnet verdipapirhandel. Utvalget foreslår i utgangspunktet å videreføre en straffebestemmelse for slike regler, men har vurdert nærmere om det fortsatt er behov for straff som sanksjon ved overtredelse av bestemmelsen om god forretningsskikk.

Kravet til god meglerskikk er foreslått videreført i den nevnte proposisjonen, se lovforslaget § 5-2 om god forretningsskikk. Utvalget har vært i tvil om denne bestemmelsen bør være straffesanksjonert. Kravet om god forretningsskikk er en rettslig standard, som har fått sitt innhold gjennom praksis. Som en rettslig standard har bestemmelsen tilstrekkelig fleksibilitet til å kunne følge utviklingen av nye handelsformer, nye instrumenter mv. i markedet. En rettslig standard innebærer imidlertid ikke samme grad av forutberegnelighet som andre bestemmelser som regulerer konkrete forhold. Dette kan føre til usikkerhet blant markedsaktørene og derfor virke hemmende for finansiell innovasjon. Utvalget har notert seg at tidligere praksis undertiden har ført til uttalelser om bestemmelsens innhold som har kommet noe overraskende på markedsaktørene. Utvalget vil peke på at hensynet til forutberegnelighet gjør seg særlig gjeldende for straffesanksjonerte bestemmelser. Dette kan etter utvalgets syn tale for at bestemmelsen om god forretningsskikk ikke bør være straffebelagt.

Praksis har imidlertid vist at i de fleste saker på verdipapirområdet hvor foretaket er ilagt bøter/forelegg er det overtredelse av bestemmelsen om god forretningsskikk som har ligget til grunn. Som en rettslig standard fanger bestemmelsen opp en rekke forhold som vanskelig kan konkretiseres uttømmende i lovgivningen. De fleste forhold som rammes av bestemmelsen er kun kritikkverdige, mens enkelte andre forhold er av en slik karakter at straff bør være en tilgjengelig sanksjon. For

øvrig finnes en rekke andre eksempler i lovgivningen på at rettslige standarder er straffesanksjonerte, bl.a. gjelder dette god regnskapsskikk-standarden i aksjeloven.

Utvalget er noe usikker på i hvilken grad en straffesanksjonering i relasjon til god forretningsskikk er egnet til å hemme finansiell innovasjon. Det antas at foretakene i denne sammenheng vil kunne skille mellom innovasjon som tilfredsstiller lovgivers krav om en ordnet og betryggende verdipapirhandel, og innovasjon som har en karakter som foretakene kan påregne at medfører straffansvar. Videre vises det til at i forslaget til bestemmelsen om god forretningsskikk er det foretatt en nærmere angivelse av hvilke forhold det skal legges vekt på ved vurderingen av hva som er god forretningsskikk, nettopp for å bedre forutberegneligheten.

Utvalget foreslår vinningsavståelse som et nytt sivilrettslig sanksjonsmiddel for Kredittilsynet. I en rekke tilfeller der fondsmeglerforetak overtrer vphl. § 18 vil imidlertid ikke foretakene nødvendigvis alltid oppnå en vinning, eller kun en meget beskjeden vinning. I slike tilfeller vil vinningsavståelse som sanksjonsmiddel være utilstrekkelig.

Utvalget foreslår å opprettholde straffesanksjoneringen av bestemmelsen om god forretningsskikk. Dette bidrar også til et mer fleksibelt sanksjonssystem. På bakgrunn av hensynet til forutberegnelighet og de betenkeligheter en straffesanksjonering kan ha, foreslår imidlertid utvalget at straff kun kan benyttes ved grove eller gjentatte overtredelser av bestemmelsen om god forretningsskikk.

Hensynet til lovreglenes effektivitet taler for at uaktsom og forsettlig overtredelse av bestemmelsene om verdipapirforetakenes virksomhet straffesanksjoneres. Utvalget legger til grunn at straff etter disse bestemmelsene skal være bøter eller fengsel inntil ett år eller begge deler, slik det er i dag. Videre foreslås det at medvirkning fortsatt skal være straffbart, også dette av hensyn til reglenes effektivitet. I dag følger det av vphl. § 62 at påtale bare skal finne sted når almenne hensyn krever det. Hensynet til den alminnelige tillit til verdipapirmarkedet må her være av avgjørende betydning. Utvalget foreslår ingen endringer på dette punkt.

KAPITTEL 13

Lovforslagets administrative og økonomiske konsekvenser

De samfunnsøkonomiske konsekvenser av utvalgets forslag er behandlet under hver enkelt bestemmelse. Det vises dessuten til redegjørelsen i *"Økonomisk bakgrunn for regulering av verdipapirmarkedene"* i kapittel 2.

Når det gjelder administrative konsekvenser er tilsynsmessige konsekvenser behørig omtalt i NOU 1995:1. Etter utvalgets syn medfører ikke forslagene i denne innstillingen, vesentlige endringer i myndighetenes oppgaver. De endrede lovbestemmelsene vil imidlertid kreve tilpasning av og utarbeidelse av nye forskrifter. Det merarbeid dette vil medføre, vil imidlertid knytte seg til en overgangsperiode.

KAPITTEL 14

Merknader til de enkelte bestemmelser

§ 1-1

Formålsparagrafen er omtalt i *"Innledning"* i punkt 2.1 og *"Lovens formål"* i 3.2.1. Bestemmelsen vil være retningsgivende for tolkningen av loven og for skjønnsutøvelse i medhold av loven.

§ 1-2

Bestemmelsen tilsvarer forslaget til § 3-1 første til tredje ledd i Ot.prp. nr. 15 (1995-96). Det vises til nærmere kommentarer i proposisjonen. På bakgrunn av de særlige regler utvalget foreslår for handel med derivater, vil utvalge understreke at råvarederivater ikke skal anses å falle inn under definisjonen av finansielle instrumenter.

§ 1-3

Bestemmelsen tilsvarer forslaget til § 3-1 fjerde ledd i Ot.prp. nr. 15 (1995-96).

§ 1-4

Bestemmelsen tilsvarer forslaget til § 3-1 femte til syvende ledd i Ot.prp. nr. 15 (1995-96).

Som verdipapirforetak vil regnes foretak som yter investeringstjenester med tillatelse etter verdipapirhandelloven.

Bestemmelsen er omtalt i *"Konsolidert gruppe"* i punkt 3.2.3.2, jf. også særskilt omtale i *"Tilbudsplikt og regler om frivillige tilbud"* i kapittel 9 om tilbudsplikt og frivillige tilbud.

§ 1-6

Bestemmelsen er omtalt i *"Oppgjørsvirksomhet (clearing)"* i punkt 3.2.3.3, se også *"Virksomhet som oppgjørssentral"* i punkt 11.5.6.1.

§ 1-7

Bestemmelsen er omtalt i *"Regulerte markeder"* i punkt 3.2.3.4.

§ 2-1

Forbudet mot innsidehandel foreslås videreført i *første ledd*. Bestemmelsen utvides imidlertid til også å ramme enhver med innsideinformasjon som tilskynder til kjøp og salg, *"Hvilke personer omfattes av forbudet"* i punkt 4.4.2.4. Videre presiseres det at forbudet i tillegg til å omfatte børsnoterte verdipapirer, også omfatter opsjoner og terminer knyttet til slike verdipapirer, uavhengig av om disse er standardiserte eller ikke, jf. *"Transaksjoner som omfattes av forbudet"* i punkt 4.4.2.3.

Den særlige aktsomhetsplikten for primærinnsidere, jf. *annet ledd* skal erstatte dagens undersøkelses og klareringsplikt, og er nærmere kommentert under *"Undersøkelses- og klareringsplikt"* i punkt 4.4.3. Det skal utvises tilbørlig aktsomhet slik at det ikke handles på et tidspunkt hvor det foreligger innsideinformasjon i selskapet. Bestemmelsen får ikke anvendelse i de tilfeller det ikke foreligger slik informa-

sjon. Styrets varamedlemmer og observatører omfattes også av bestemmelsen dersom de mottar tilsvarende informasjon som styremedlemmene. Tilsvarende skal gjelde ledende ansatte i andre selskaper i konsernet, dersom de normalt kan antas å få adgang til innsideinformasjon. Dette vil særlig være aktuelt i konsern hvor ledende ansatte i datterselskap også deltar i en konsernledelse. På bakgrunn av den tvil som kan oppstå ved vurderingen av hvem som er å anse som ledende ansatte, skal Kredittilsynet i tvilstilfelle kunne avgjøre dette. Aktsomhetsplikten skal også gjelde inngåelse eller overdragelse av opsjon- eller terminkontrakt knyttet til selskapets finansielle instrumenter. Dette innebærer i hovedsak en videreføring av vphl. § 6 tredje ledd annet punktum.

Ved vurderingen av om aktsomhetsplikten er overholdt skal det etter *tredje ledd* vektlegges om det er foretatt undersøkelse eller klarering. Utvalget viser til at foretakene i dag har rutiner for dette og antar at det er hensiktsmessig at disse kan videreføres, eventuelt tilpasset foretakenes konkrete behov, se *"Undersøkelses- og klareringsplikt"* i punkt 4.4.3.

Fjerde ledd viderefører i hovedsak dagens tredje ledd første punktum, og er nærmere kommentert i *"Markedsregulering av informasjonstilgangen"* i punkt 4.4.2.2.

Unntaket fra forbudet mot innsidehandel for sentralbankens handel, jfr *femte ledd* er i tråd med innsidehandeldirektivet.

§ 2-2

Første ledd viderefører i hovedsak vphl. § 6a første ledd, men bestemmelsen er gjort gjeldende for innsideinformasjon generelt. Videre skal enhver ansatt i utstederforetaket som faktisk mottar innsideinformasjon være underlagt taushetsplikt. Bestemmelsen er nærmere kommentert i *"Taushetsplikt og rådgivningsforbud"* i punkt 4.4.5 og *"Nærmere om taushetsplikt"* i 4.4.5.1.

Annet ledd viderfører i hovedsak § 6a annet ledd. Kravet om tilknytning til utsteder oppheves i tråd med det som følger av innsidehandeldirektivet, se *"Taushetsplikt og rådgivningsforbud"* i punkt 4.4.5.

Forbudet mot rådgivning i § 6a tredje ledd videreføres i utkastets *tredje ledd*, men med de endringer som følger av endringer i den personkrets som etter første og annet ledd er underlagt taushetsplikt.

Fjerde ledd innebærer en særlig plikt for utstederforetak til å føre lister over mottagere av innsideinformasjon. Som det fremgår i *"Krav til rapportering av informasjonsmottagere"* i punkt 4.4.6. forutsettes det at Kredittilsynet og børsen kan innhente listene etter behov. Listene skal imidlertid uansett oversendes børsen samtidig med foretakets oppfyllelse av sin informasjonsplikt etter børsl. § 4-7.

§ 2-3

Forbudet mot urimelige forretningsmetoder i *første ledd* er en videreføring av gjeldende § 5 annet ledd. Bestemmelsen er nærmere kommentert i *"Urimelige forretningsmetoder"* i punkt 6.3.3.

Bestemmelsens *annet ledd* viderfører § 5 første ledd og er nærmere kommentert i *"God forretningsskikk"* i punkt 6.3.2.

§ 2-4

Bestemmelsen er ny og innebærer et uttrykkelig forbud mot kursmanipulasjon, se *"Kursmanipulasjon"* i punkt 6.3.4. Det er særlig tilliten til prisdannelsen i regulerte

marked som skal sikres og bestemmelsen er derfor gjort gjeldende for børsnoterte finansielle instrumenter. I tillegg til å søke å påvirke kursen gjennom inngåelse av fiktive avtaler og ved spredning av uriktige eller villedende informasjon, vil reelle handler også omfattes av bestemmelsen dersom disse er å anse for uredelige, se *"Nærmere om anvendelsesområdet"* i punkt 6.3.4.2.

§ 3-1

Primærinnsidere i børsnoterte foretak plikter å gi børsen melding om handel i aksjer utstedt av selskapet etter bestemmelsens *første ledd*. Dette er den samme personkrets som er omfattet av aktsomhetsplikten i § 2-1 annet ledd. I tillegg skal selskapet melde handel i egne aksjer. Kretsen av meldepliktige er nærmere kommentert i *"Kretsen av meldepliktige"* i punkt 5.4.4. Meldingen skal sendes børsen så snart som mulig, og senest innen børsåpning dagen etter at handelen har funnet sted, se *"Nærmere om gjennomføringen av meldeplikten"* i punkt 5.4.7.

Meldeplikten omfatter etter *annet ledd* også konvertible obligasjoner, opsjoner og tilsvarende rettigheter knyttet til aksjene, se *"Anvendelsesområde"* i punkt 5.4.3. Tilsvarende rettigheter omfatter tegningsretter, warrants mv. Terminavtaler knyttet til aksjene er omfattet idet disse må anses som handel i aksjene.

I tillegg til primærinsiderne er også deres nærstående omfattet av meldeplikten, jf. *tredje ledd*. Bestemmelsen er nærmere omtalt i *"Kretsen av meldepliktige"* i punkt 5.4.4.

Det foreslås i *fjerde ledd* at selskapet skal sende oversikt til børsen over hvem i selskapet som er å anse som meldepliktige, se *"Nærmere om gjennomføringen av meldeplikten"* i punkt 5.4.7. Oversikten skal opplyse om den meldepliktiges eventuelle øvrig arbeidsstilling. Dette er begrunnet i hensynet til Kredittilsynets mulighet til i ettertid å undersøke nærmere handel foretatt av selskap hvor vedkommende er ansatt, se *"Kretsen av meldepliktige"* i punkt 5.4.4.

De meldepliktige plikter etter *femte ledd* selv å sende oversikt over sine nærstående. Personvernhensyn tilsier at den meldepliktige ikke skal være nødt til å gi slik informasjon til ledelsen i det selskapet vedkommende er tilknyttet. Bestemmelsen er nærmere kommentert i *"Nærmere om gjennomføringen av meldeplikten"* i punkt 5.4.7. Det er ikke inntatt spesielle regler om frister i loven, fordi det er lovens system at de som skal sende oversikten plikter å holde disse oppdatert.

Forskriftshjemmelen i *sjette ledd* er nærmere kommentert i *"Minstegrense for omfanget av den meldepliktige verdipapirhandel"* i punkt 5.4.5.

I *syvende ledd* er meldepliktsbestemmelsene gitt tilsvarende anvendelse for grunnfondsbevis.

§ 3-2

Første ledd tilsvarer i hovedsak vphl. § 8A første ledd første setning. Bestemmelsens virkeområde er omtalt i *"Virkeområde"* i punkt 7.3.1.1. Det er presisert at flaggingsplikten gjelder aksjer som er notert på norsk børs. Erverv og avhendelse av aksjer er omtalt i *"Erverv og avhendelse av eierandeler"* i punkt 7.3.1.2 og erverv og avhendelse av rettigheter til aksjer i *"Erverv og avhendelse av rettigheter til aksjer"* i punkt 7.3.1.3. Grensene for flaggingsplikt er foreslått endret til de grenser som er hovedregelen i Rdir. 88/627, jf. nærmere omtale i *"Prosentgrense for flaggingsplikt"* i punkt 7.3.1.4.

Annet ledd er i samsvar med gjeldende § 8A første ledd, annen setning. Flaggingsplikten ved avhendelse gjelder ikke avhendelse av rettigheter til aksjer.

Tredje ledd er om hva som skal regnes som rettigheter til aksjer, er omtalt i *"Erverv og avhendelse av rettigheter til aksjer"* i punkt 7.3.1.3. Regler om flagging av rettigheter til aksjer fremgår i dag av forskrift 5. oktober 1989 nr. 1091. Utvalget foreslår at slike bestemmelser tas inn i loven.

Fjerde ledd er i samsvar med gjeldende rett. Bestemmelsen er omtalt i *"Hvem flaggingsplikten påhviler og når melding skal gis"* i punkt 7.3.3.

Femte ledd er i samsvar med vphl. § 8A, med visse endringer som følge av den foreslåtte definisjon av «nærstående».

§ 3-3

Bestemmelsen er i hovedsak i samsvar med gjeldende praksis. *Første ledd* er omtalt i *"Meldingens innhold"* i punkt 5.4.6. *Annet ledd* er omtalt i *"Flaggingsmeldingen"* i punkt 7.3.4.

§ 4-1

Første ledd er i hovedsak i samsvar med vphl. § 5A første ledd. Grensen for utløsning av tilbudsplikt foreslås senket, jf. nærmere omtale i *"Prosentgrense for tilbudsplikt"* i punkt 9.3.3. Det er presisert at tilbudspliktreglene bare gjelder aksjer i norsk selskap hvis aksjer er notert på norsk børs, jf. *"Børsnoterte aksjer"* i punkt 9.3.2.1. Ervervskriteriet er omtalt i *"Tilbudsplikt gjennom erverv"* i punkt 9.3.5.

Annet ledd er omtalt i *"Indirekte erverv"* i punkt 9.3.8.2.

Tredje ledd er omtalt i *"Rettigheter til aksjer"* i punkt 9.3.6.

Fjerde ledd er i samsvar med børsens praksis.

§ 4-2

Bestemmelsens *første ledd* er omtalt i *"Arv, skifte og gave"* i punkt 9.3.5.2 til 9.3.5.6.

Annet ledd er omtalt i *"Senere erverv, herunder interne overføringer"* i punkt 9.3.8.4.

Tredje ledd er omtalt i *"Arv, skifte og gave"* i punkt 9.3.5.2 til 9.3.5.6.

§ 4-3

Bestemmelsen i *første ledd* er en videreføring av vphl. § 5B annet ledd.

Annet ledd bygger på vphl. § 5B annet ledd. Bestemmelsen er omtalt i *"Særlige regler for enkelte institusjoner"* i punkt 9.3.10.

§ 4-4

Bestemmelsen er omtalt i *"Børsnoterte aksjer"* i punkt 9.3.2.1.

§ 4-5

Bestemmelsen er omtalt i *"Konsolidering"* i punkt 9.3.7.

§ 4-6

Bestemmelsen vil omfatte tilfeller der tilbudspliktgrensen er overskredet som følge av erverv ved arv, gave mv., og tilfeller der en aksjonær innehar mellom 40 pst. og

45 pst. ved ikrafttredelse av de nye reglene, jf. *"Etterfølgende erverv"* i punkt 9.3.5.7.

§ 4-7

Bestemmelsen er en videreføring av vphl. § 5A tredje ledd og er omtalt i *"Utløsning av tilbudsplikt"* i punkt 9.3.12.1.

§ 4-8

Bestemmelsen er omtalt i *"Melding til børsen"* i punkt 9.3.12.2.

§ 4-9

Bestemmelsen er omtalt i *"Melding til børsen"* i punkt 9.3.12.2 og *"Opplysningsplikt og sanksjoner"* i 9.3.18.

§ 4-10

Første ledd er en videreføring av vphl. § 5A første ledd annen setning.

Annet ledd begrenser adgangen til å gjøre tilbudet betinget. Bestemmelsen er omtalt i *"Adgangen til å sette vilkår for tilbudet"* i punkt 9.3.11.

Tredje ledd er en videreføring av vphl. § 5A femte ledd, med den endring at markedskursen på tilbudstidspunktet skal legges til grunn for tilbudet, dersom det er på det rene at markedskursen er høyere enn den pris som er betalt de siste 6 måneder. Bestemmelsen er omtalt i *"Tilbudspris"* i punkt 9.3.13.1 og *"Godkjennelse av tilbudspris"* i 9.3.13.2.

Fjerde ledd er en videreføring av vphl. § 5A femte ledd.

Femte og sjette ledd er i hovedsak en videreføring av vphl. § 5A sjette ledd. Bestemmelsene er omtalt i *"Oppgjør"* i punkt 9.3.13.3.

§ 4-11

Bestemmelsen er en videreføring av vphl. § 5A syvende ledd.

§ 4-12

Bestemmelsen er en videreføring av vphl. § 5A åttende ledd, med unntak av at nytt tilbud skal medføre en to ukers forlengelse av tilbudsperioden.

§ 4-13

Bestemmelsen er omtalt i *"Opplysninger i tilbudsdokument"* i punkt 9.3.14.1.

§ 4-14

Bestemmelsen er omtalt i *"Kontroll med og offentliggjøring av tilbudsdokument"* i punkt 9.3.14.2.

§ 4-15

Bestemmelsen er omtalt i *"Uttalelse fra selskapets styre"* i punkt 9.3.16.1.

§ 4-16

Bestemmelsen er omtalt i *"Forbud mot å treffe visse vedtak"* i punkt 9.3.16.2.

§ 4-17

Bestemmelsen er omtalt i *"Frivillige tilbud"* i punkt 9.3.17.

§ 4-18

Bestemmelsen er omtalt i *"Innløsning av minoritetsaksjonærer"* i punkt 9.3.19.

§ 4-19

Bestemmelsen er omtalt i *"Opplysningsplikt og sanksjoner"* i punkt 9.3.18.

§ 4-20

Bestemmelsen er omtalt i *"Opplysningsplikt og sanksjoner"* i punkt 9.3.18.

§ 5-1

Bestemmelsen representerer en videreføring av vphl. § 9 om emisjonskontroll, men omfatter tilbud både om tegning og kjøp. Prospektkravenes stedlige virkeområde er omtalt i *"Prospektkravenes stedlige virkeområde"* i punkt 10.3.2. Prospektkravenes saklige anvendelsesområde er omtalt i *"Prospektkravenes saklige anvendelsesområde"* i punkt 10.3.3

§ 5-2

Bestemmelsen er omtalt i *"Profesjonelle investorer"* i punkt 10.3.4.2.

§ 5-3

Første ledd nr. 1 er omtalt i *"Staten"* i punkt 10.3.4.3. Nr. 2 og 4 er omtalt i *"Unntak for visse verdipapirer"* i punkt 10.3.4.6. Nr. 3 er omtalt i *"Tegning/erverv i forbindelse med særskilte selskapsbegivenheter"* i punkt 10.3.4.4.

Annet ledd er omtalt i *"Organisasjoner med almennyttig formål"* i punkt 10.3.4.7.

Dispensasjonsadgangen i *tredje ledd* er omtalt i *"Dispensasjonsadgang for visse obligasjoner"* i punkt 10.3.5.1.

§ 5-4

Den særlige bestemmelsen om unntak ved tilbud til ansatte, er omtalt i *"Tilbud til selskapets ansatte"* i punkt 10.3.4.5.

§ 5-5

Bestemmelsen er omtalt i *"Opplysninger i prospekt"* i punkt 10.3.7. Utvalget har lagt til grunn at det i forskrifter om nærmere krav til prospekt, jf. *fjerde ledd* bør stilles mindre omfattende krav ved tilbud som gjelder verdipapirer som ikke søkes børsnotert.

§ 5-6

Bestemmelsen er omtalt i *"Utelatelse av enkelte opplysninger i prospekt"* i punkt 10.3.5.2.

§ 5-7

Bestemmelsen er omtalt i *"Kontroll med tegningsmateriale"* i punkt 10.3.9.

Første ledd er en videreføring av vphl. § 9 annet ledd, første setning.

Annet ledd representerer en presisering av gjeldende regler og er omtalt i *"Nærmere om børsens prospektkontroll"* i punkt 10.3.9.3.

Også bestemmelsen i *tredje ledd* er omtalt i *"Nærmere om børsens prospektkontroll"* i punkt 10.3.9.3.

Børsens kontroll med prospektets innhold, jf. *fjerde ledd* er omtalt i *"Nærmere om børsens prospektkontroll"* i punkt 10.3.9.3. Adgangen til å nedlegge forbud mot at tilbudet gjennomføres dersom dette anses ulovlig på bakgrunn av andre lov- eller forskriftsregler, er omtalt i *"Kontroll med emisjoners lovlighet m.v."* i punkt 10.3.9.4.

Femte ledd er i samsvar med vphl. § 9 fjerde ledd.

Sjette ledd er i samsvar med vphl. § 9 syvende ledd.

§ 5-8

Bestemmelsen er omtalt i *"Kontroll eller registrering"* i punkt 10.3.9.1.

§ 5-9

Bestemmelsen er en videreføring av vphl. § 9 femte ledd, bokstav f.

§ 5-10

Bestemmelsen er i samsvar med det som i dag fremgår av forskrifter gitt i medhold av vphl. § 9.

§ 5-11

Bestemmelsen er omtalt i *"Offentliggjøring"* i punkt 10.3.11.

§ 5-12

Bestemmelsen er omtalt i *"Samordningsregler"* i punkt 10.3.10.

§ 5-13

Bestemmelsen er en videreføring av vphl. § 10 og er nærmere omtalt i *"Ugyldig tegning"* i punkt 10.3.13.

§ 6-1

Bestemmelsen er omtalt i *"Oppgjørssentral"* i punkt 11.5.6. Det vises for øvrig til definisjonen av oppgjørsvirksomhet i utkastet § 1-6.

§ 6-2

Første til fjerde ledd er omtalt i *"Kapital- og likviditetskrav"* i punkt 11.5.6.5.

Femte ledd er omtalt i *"Virksomhetsbegrensninger"* i punkt 11.5.6.7.

§ 6-3

Bestemmelsen er omtalt i *"Virksomhetsbegrensninger"* i punkt 11.5.6.7. jf. *"Virksomhet som oppgjørssentral"* i punkt 11.5.6.1.

§ 6-4

Bestemmelsen er omtalt i *"Sikkerhetsstillelse"* i punkt 11.5.4.

§6-5

Bestemmelsen er omtalt i *"Krav til organisering av oppgjørssentral"* i punkt 11.5.6.4.

§ 7-10

Bestemmelsen er nærmere omtalt i *"Virksomhetsregler for norske foretak"* i punkt 3.2.2.2.3.

§ 9-4

Kravet til at handelen skal foretas under medvirkning av en oppgjørssentral er omtalt i *"Krav til at handel i børsnoterte derivater foretas under medvirkning av oppgjørssentral"* i punkt 11.5.5.2. Unntaket for enkelte kjøpsretter er omtalt i *"Bruk av oppgjørssentral ved børsnoterte kjøpsretter"* i punkt 11.5.5.3. Når det gjelder bruk av oppgjørssentral ved ikke-børsnoterte derivater, vises det til *"Bruk av oppgjørssentral ved ikke-børsnoterte derivater"* i punkt 11.5.5.4.

§ 9-5

Bestemmelsen er omtalt i *"Sikkerhetsstillelse"* i punkt 11.5.4.

§ 11-1

Første ledd er en videreføring vphl. § 3, men utvidet til å omfatte handelen i finansielle instrumenter. Bestemmelsen er omtalt i *"Overordnet tilsyn med markedene"* i punkt 12.2.2.1.

§ 11-2

Fjerde ledd er en videreføring av bestemmelsen om utstederforetakenes opplysningsplikt i vphl. § 35 annet ledd (§ 7-2 femte ledd i Ot. prp. nr. 15 (1995-96)).

Femte ledd er omtalt under *"Opplysningsplikt overfor Kredittilsynet og børsen"* i punkt 12.1.1.4.

Sjette, syvende og åttende ledd er nærmere omtalt under *"Opplysningsplikt i saker som gjelder innsidehandel og kursmanipulasjon"* i punkt 12.2.2.3.1.

§ 11-3

Tredje ledd er omtalt under *"Taushetsplikt"* i punkt 12.2.2.4.

§ 11-6

Bestemmelsen er en videreføring av gjeldende regler om opplysningsplikt overfor børsen. Bestemmelsen er nærmere kommentert i *"Opplysningsplikt og sanksjoner"* i punkt 9.3.18.

§ 13-1

Bestemmelsen er omtalt i *"Opplysningsplikt og sanksjoner"* i punkt 9.3.18.

§ 13-2

Bestemmelsen er utformet etter mønster av konkurranseloven § 6-5, og er nærmere omtalt under *"Administrative sanksjoner – vinningsavståelse"* i punkt 12.2.3.1. Beslutning om å utferdige forelegg skal etter *tredje ledd* ikke anses som enkeltvedtak etter forvaltningsloven. Det er likevel naturlig at Kredittilsynet gir en begrunnelse for forelegget. Begrunnelsen vil som regel fremgå av forelegget, som vil inneholde en redegjørelse for det relevante faktum, gjengi den overtrådte regel samt angi reaksjonens størrelse.

Utvalget foreslår i *sjette ledd* at et evt. krav om vinningsavståelse *skal* behandles som et inndragningskrav etter straffel. § 34 dersom saken behandles av påtalemyndigheten eller retten etter straffeprosessloven. Kredittilsynet vil således ikke kunne fremsette et krav om vinningsavståelse i saker som oversendes politiet.

§ 13-3

Straffebestemmelsen er nærmere kommentert i de enkelte kapitler når det gjelder straffesanksjonering av de bestemmelser utvalget foreslår i denne innstillingen. Straffesanksjonering av de bestemmelser utvalget foreslo i NOU 1995:1 er omtalt under *"Straff"* i punkt 12.2.3.2.

KAPITTEL 15

Utkast til lov om endringer i lov 14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel

15.1 I

Kap.1 Formål, definisjoner og forskriftshjemmel

Nytt kapittel 1 til 6 skal lyde:

§ 1-1 Lovens formål

Lovens formål er å legge til rette for effektiv, sikker og ordnet handel i finansielle instrumenter.

§ 1-2 Investeringstjenester, finansielle instrumenter mv.

Med investeringstjenester menes følgende tjenester når disse ytes på forretningsmessig basis:

1. mottak og formidling av ordre på vegne av investor i forbindelse med finansielle instrumenter, samt utførelse av slike ordre,
2. omsetning av finansielle instrumenter for egen regning,
3. aktiv forvaltning av investorers portefølje av finansielle instrumenter på individuell basis og etter investors fullmakt,
4. garantistillelse for fulltegning av emisjoner eller tilsvarende erverv av finansielle instrumenter eller plassering av slike emisjoner, eller
5. markedsføring av finansielle instrumenter.

Med finansielle instrumenter menes:

1. omsettelige verdipapirer,
2. verdipapirfondsandeler,
3. pengemarkedsinstrumenter,
4. finansielle terminkontrakter, herunder tilsvarende finansielle instrumenter med kontant oppgjør,
5. fremtidige renteavtaler (FRA),
6. rente- og valutabytteavtale samt bytteavtale knyttet til aksjer og aksjeindeks, eller
7. opsjoner på kjøp eller salg av ethvert instrument som nevnt i punkt 1-6, valuta- og renteopsjoner samt tilsvarende instrumenter med kontant oppgjør.

Med omsettelige verdipapirer menes:

1. aksjer og andre verdipapirer som kan sidestilles med aksjer,
2. obligasjoner og andre gjeldsinstrumenter som kan omsettes på lånemarkedet, eller
3. alle andre verdipapirer som normalt omsettes og som gir rett til å erverve ethvert slikt omsettelig verdipapir ved tegning eller ombytting, eller som gir rett til et kontantoppgjør.

§ 1-3 Regulert marked

Med regulert marked menes et marked som:

1. fungerer regelmessig,
2. reguleres av bestemmelser, gitt eller godkjent av myndighetene, om vilkårene for hvordan markedet skal virke, herunder vilkår for adgang til markedet, vilkår for opptak til kursnotering og vilkår for at et finansielt instrument kan omsettes på markedet, og
3. reguleres av krav til rapportering og åpenhet.

§ 1-4 Verdipapirforetak, kredittinstitusjon og betydelig eierandel

Med verdipapirforetak menes foretak som yter investeringstjenester.

Med kredittinstitusjon menes foretak som nevnt i lov 10. juni 1988 nr. 40 om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner § 1-5 nr. 3.

Med betydelig eierandel menes direkte eller indirekte eierandel som representerer minst 10 pst. av aksjekapitalen eller stemmene, eller som på annen måte gjør det mulig å utøve betydelig innflytelse over forvaltningen av selskapet. Like med vedkommende aksjonærs egne aksjer regnes i denne sammenheng aksjer som eies av personer eller selskaper med tilknytning til vedkommende aksjonær som nevnt i § 1-5.

§ 1-5 Verdipapireiers nærstående

Med verdipapireiers nærstående menes

1. dennes ektefelle, mindreårige barn eller personer som vedkommende lever sammen med i ekteskapslignende forhold,
2. selskap innen samme konsern som verdipapireieren,
3. selskap hvor verdipapireieren alene eller sammen med noen som nevnt nr. 1 eller 4 har slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-2 første og annet ledd eller selskapsloven § 1-2 annet ledd, eller
4. noen som det må antas at verdipapireieren har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som verdipapireier.

§ 1-6 Oppgjørsvirksomhet (clearing)

Med oppgjørsvirksomhet menes yrkesmessig virksomhet som består i å tre inn som part eller på annen måte garantere for oppfyllelse av avtaler som gjelder handel med finansielle instrumenter som nevnt i § 1-2 annet ledd nr. 4-7 og forpliktelser vedrørende lån av finansielle instrumenter.

§ 1-7 Lovens anvendelse ved omsetning i regulert marked

Departementet kan fastsette at de av denne lovs bestemmelser som gjelder børsnoterte finansielle instrumenter helt eller delvis skal gjelde tilsvarende for finansielle instrumenter som noteres på eller omsettes i annet regulert marked som nevnt i § 1-3.

Departementet kan fastsette at kompetanse som i denne lov er tillagt børsen, skal tillegges tilsynsmyndighet for regulert marked som nevnt i § 1-3.

Nytt kapittel 2 til 6 skal lyde:

Kap. 2 Generelle handelsregler, taushetsplikt mv.

§ 2-1 Misbruk av presise og fortrolige opplysninger

Kjøp eller salg, eller tilskyndelse til kjøp eller salg, av finansielle instrumenter notert på norsk børs må ikke foretas av noen som har presise og fortrolige opplysninger om de finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene vesentlig. Tilsvarende gjelder inngåelse eller overdragelse av opsjon- eller terminkontrakt eller tilsvarende rettigheter knyttet til slike finansielle instrumenter.

Følgende personer tilknyttet utsteder plikter å utvise tilbørlig aktsomhet slik at vedkommende ikke foretar eller tilskynder til kjøp eller salg av finansielle instrumenter utstedt av selskapet på et tidspunkt hvor opplysninger som nevnt i første ledd foreligger i selskapet:

1. styremedlem, samt varemedlem og observatør med tilsvarende tilgang til opplysninger som styremedlemmene,
2. medlem av kontrollkomite,
3. revisor,
4. ledende ansatt i selskapet samt ledende ansatt og styremedlem i selskaper i samme konsern, som kan antas normalt å få adgang til opplysninger som nevnt i første ledd,

Kredittilsynet kan i tvilstilfelle avgjøre hvem som skal anses som ledende ansatt. Aktsomhetsplikten gjelder også inngåelse eller overdragelse av opsjon- eller terminkontrakt eller tilsvarende rettigheter knyttet til finansielle instrumenter utstedt av selskapet.

Ved vurderingen av om aktsomhetsplikten i annet ledd er oppfylt skal det legges vekt på om undersøkelse er foretatt eller handelen er klarert på forhånd.

Første ledd er ikke til hinder for normal utøvelse av tidligere inngått opsjon- eller terminkontrakt ved kontraktens utløp.

Første ledd gjelder ikke kjøp eller salg som skjer på vegne av en stat, når kjøpet eller salget er et ledd i vedkommende stats penge- og valutapolitikk.

§ 2-2 Taushetsplikt i forbindelse med presise og fortrolige opplysninger og forbud mot rådgivning

Styremedlem, medlem av kontrollkomite, revisor eller ansatt hos utsteder av finansielle instrumenter som er notert på norsk børs, må ikke gi opplysninger som nevnt i § 2-1 første ledd til uvedkommende.

Første ledd gjelder tilsvarende for den som på grunn av sin eierandel i utstederforetaket eller på grunn av arbeid eller oppdrag, får kjennskap til opplysninger som nevnt i § 2-1 første ledd.

Personer som nevnt i første og annet ledd, og som har opplysninger som nevnt, må ikke gi råd om handel med de finansielle instrumentene opplysningene vedrører.

Et foretak med børsnoterte verdipapirer skal føre lister over personer som mottar opplysninger som nevnt i § 2-1 første ledd og som ikke er ansatt eller tillitsmann i foretaket. Dersom de aktuelle opplysningene skal oversendes børsen etter børsloven § 4-7, skal listen vedlegges oversendelsen. Foretaket plikter å oppbevare listene i minst 10 år.

§ 2-3 Forbud mot urimelige forretningsmetoder

Ingen må benytte urimelige forretningsmetoder ved handel i finansielle instrumenter.

God forretningsskikk skal iakttas ved henvendelser som rettes til allmennheten eller til enkeltpersoner og som inneholder tilbud eller oppfordring til å fremsette tilbud om kjøp, salg eller tegning av finansielle instrumenter eller som ellers har til formål å fremme handel i finansielle instrumenter.

§ 2-4 Forbud mot kursmanipulering

Ingen må søke å uredelig påvirke kursen på et finansielt instrument notert på norsk børs.

Som uredelig påvirkning regnes for eksempel å:

1. spre uriktige eller villedende opplysninger, eller
2. inngå fiktive avtaler.

Kap. 3 Meldeplikt

§ 3-1 Meldeplikt for tillitsvalgte og ansatte i utstederselskaper

Personer som nevnt i § 2-1 annet ledd skal straks gi børsen melding om kjøp, salg eller tegning av aksjer utstedt av selskapet eller av selskaper i samme konsern, dersom aksjene er notert på norsk børs. Det samme gjelder for selskapets handel med egne aksjer. Meldingen skal sendes børsen senest innen børsåpning dagen etter at kjøp, salg eller tegning har funnet sted.

Meldeplikten gjelder også lån som nevnt i aksjeloven § 5-1, tegningsretter, opsjoner og tilsvarende rettigheter knyttet til aksjer.

Meldeplikten omfatter også slik handel som gjelder vedkommendes nærstående som nevnt i § 1-5 nr. 1 og 3.

Selskapet skal sende oversikt over personer som nevnt i første ledd til børsen. Meldingen skal inneholde den meldepliktiges navn og adresse, type tillitsverv eller stilling i selskapet og eventuell øvrig arbeidsstilling.

Meldepliktige etter første ledd skal sende børsen oversikt over personer og selskaper som nevnt i tredje ledd dersom disse innehar finansielle instrumenter som nevnt i første ledd og annet ledd.

Departementet kan i forskrift fastsette at denne paragraf ikke skal omfatte kjøp eller salg av aksjer under et fastsatt minstebeløp.

Denne paragraf gjelder tilsvarende for grunnfondsbevis.

§ 3-2 Flagging av erverv av større aksjeposter og rettigheter til aksjer

Fører et erverv til at erververens andel av aksjer og/eller rettigheter til aksjer som er notert på norsk børs når opp til eller passerer 10 pst., 20 pst., 1/3, 50 pst., eller 2/3 av aksjekapitalen eller aksjer som representerer en tilsvarende andel av stemmene i selskapet, skal erververen melde ervervet til børsen.

Første ledd gjelder tilsvarende for den som ved avhendelse endrer sin andel av aksjer slik at andelen reduseres til eller passerer de fastsatte prosentsatsene.

Som rettighet til aksjer regnes i denne paragraf lån som nevnt i aksjeloven § 5-1, tegningsretter, opsjoner på kjøp av aksjer og tilsvarende rettigheter.

Melding etter denne bestemmelse skal gis straks avtale om erverv eller avhendelse er inngått.

Like med erververens eller avhenderens egne aksjer eller rettigheter til aksjer, regnes aksjer eller rettigheter til aksjer som eies eller i tilfelle erverves eller avhendes av nærstående som nevnt i § 1-5.

§ 3-3 Meldingen

Melding etter § 3-1 første ledd skal inneholde opplysninger om
1. tidspunktet for kjøpet eller salget,
2. antall aksjer meldingen omfatter,
3. om ervervet eller avhendelsen gjelder vedkommende selv eller nærstående som nevnt i § 1-5.
4. til hvilken kurs transaksjonen er foretatt,
5. beholdning etter tidspunktet for meldingen.

Melding etter § 3-2 skal inneholde opplysninger om
1. tidspunktet for ervervet eller avhendelsen,
2. antall aksjer meldingen omfatter,
3. om ervervet eller avhendelsen gjelder vedkommende selv eller nærstående som nevnt i § 1-5,
4. hvor stor prosentandel av aksjene og stemmene i selskapet vedkommende innehar etter ervervet eller avhendelsen som utløser meldeplikten,
5. hvor stor prosentandel av aksjene og stemmene i selskapet vedkommende innehar i form av rettigheter til aksjer etter ervervet eller avhendelsen som utløser meldeplikten, og
6. opplysninger om på hvilket tidspunkt rettigheter som nevnt i § 3-2 tredje ledd kan utøves.

Børsen skal offentliggjøre meldingen og sende denne til selskapet som har utstedt de finansielle instrumentene.

Kap. 4 Tilbudsplikt og frivillige tilbud ved oppkjøp

§ 4-1 Tilbudsplikt ved aksjeerverv

Den som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 40 pst. av stemmene i et norsk selskap hvis aksjer er notert på norsk børs plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet. Tilbudsplikten bortfaller dersom det foretas salg i samsvar med §§ 4-8 og 4-9.

Som erverv etter første ledd regnes også erverv av
1. aksjer som representerer mer enn 50 pst. av stemmene i et selskap hvis vesentligste virksomhet består i å eie aksjer i det børsnoterte selskapet, eller
2. andel i ansvarlig selskap som eier aksjer i det børsnoterte selskapet, der andelshaverne bare er personer som nevnt i § 4-5.

Dersom erverv av rett til å bli eier av aksjer må anses som reelt erverv av aksjene, kan børsen pålegge tilbudsplikt for den som gjennom erverv blir eier av aksjer eller rett til å bli eier av aksjer som til sammen representerer mer enn 40 pst. av stemmene i et børsnotert selskap.

Denne bestemmelsen gjelder også når erververen tidligere har fremsatt frivillig tilbud, med mindre det var fremsatt i samsvar med reglene om pliktige tilbud og dette var opplyst i tilbudsdokumentet.

§ 4-2 Unntak for visse typer erverv

Tilbudsplikt etter § 4-1 inntrer ikke der det erverv som medfører at tilbudspliktgrensen overskrides er erverv i form av

a) arv og gave,
b) vederlag ved skifte, eller
c) vederlag ved fisjon eller fusjon av aksjeselskap.

Tilbudsplikt etter § 4-1 inntrer ikke ved erverv fra en vedkommende er konsolidert med etter § 4-5, med mindre erververen alene eller sammen med en eller flere av de øvrige deltakerne i gruppen passerer tilbudspliktgrensen som følge av ervervet.

Børsen kan i særlige tilfeller pålegge tilbudsplikt ved erverv som nevnt i første ledd bokstav a og b.

§ 4-3 Unntak for visse institusjoner

Bestemmelsene i § 4-1 gjelder ikke for Statens Banksikringsfond eller Statens Bankinvesteringsfond.

Tilbudsplikt etter § 4-1 oppstår ikke når en finansinstitusjon erverver aksjer i et selskap for å unngå eller begrense tap på engasjement, dersom institusjonen straks gir melding om det til børsen. Børsen kan pålegge institusjonen plikt til innen en fastsatt frist å fremsette tilbud som nevnt i § 4-1 eller å avhende aksjer slik at tilbudsplikten bortfaller.

§ 4-4 Unntak der selskapets aksjer er notert på flere børser

Børsen kan gjøre unntak fra reglene i dette kapittel hvis selskapets aksjer er notert på flere børser.

§ 4-5 Konsolidering

I forhold til reglene om tilbudsplikt regnes like med en aksjonærs egne aksjer, aksjer som eies eller erverves av nærstående som nevnt i § 1-5.

Børsen avgjør om det skal foretas konsolidering etter første ledd. Børsens vedtak skal meddeles deltakerne i den konsoliderte gruppen.

§ 4-6 Etterfølgende erverv

Aksjonær eller en konsolidert gruppe som eier aksjer som representerer mer enn 40 pst. av stemmene i et børsnotert selskap og ikke har gitt tilbud i samsvar med bestemmelsene om pliktig tilbud, plikter ved et hvert etterfølgende erverv som ikke faller inn under et av unntakene, å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet med mindre det foretas salg i samsvar med § 4-8, jf. § 4-9.

§ 4-7 Samtykke til aksjeerverv

Hvis et erverv etter selskapets vedtekter er avhengig av styrets godkjennelse, skal styret anses å samtykke, hvis ikke saken er avgjort innen tre uker etter at melding om ervervet er mottatt av selskapet.

§ 4-8 Melding til børsen

Når tilbudsplikt inntrer etter §§ 4-1 til 4-6 skal den som har tilbudsplikt straks gi melding om dette til børsen og til selskapet. I meldingen skal det angis om det vil

bli fremsatt tilbud om kjøp av de øvrige aksjer i selskapet eller om det vil bli foretatt salg i henhold til § 4-9. Børsen skal offentliggjøre meldingen.

Dersom det ikke gis melding etter første ledd, eller tilbudsplikten på annen måte bestrides, skal børsen treffe vedtak vedrørende de spørsmål saken reiser.

§ 4-9 Salg av aksjer

Salg av aksjer i henhold til melding som nevnt i § 4-8 skal foretas innen 4 uker etter at tilbudsplikten inntrådte. Melding om at tilbud likevil vil bli fremsatt må sendes børsen innen denne fristen.

Salget skal omfatte den del av aksjene som overstiger grensen som nevnt i § 4-1 første ledd. Ved tilbudsplikt som utløses av etterfølgende erver som nevnt i § 4-6, kan salget begrenses til de aksjer som er ervervet ved etterfølgende erverv.

Inntil salget er gjennomført kan det for den del av aksjene som skal selges, ikke utøves andre rettigheter i selskapet enn retten til å heve utbytte for aksjene og til å utøve fortrinnsrett ved kapitalforhøyelse.

§ 4-10 Tilbudet

Tilbudet skal omfatte alle selskapets aksjer, herunder aksjer med begrenset eller ingen stemmerett.

Et tilbud kan ikke gjøres betinget av at tilbyderen blir eier av en viss andel av aksjene eller andre forhold.

Tilbudsprisen skal være minst like høy som det høyeste vederlag tilbyderen har betalt eller avtalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte. Dersom det er klart at markedskursen når tilbudsplikten inntrer er høyere enn den pris som følger av første setning, skal tilbudsprisen være minst like høy som markedskursen.

Har tilbyderen etter at tilbudsplikten inntrådte og før utløpet av tilbudsperioden, betalt eller avtalt høyere vederlag enn tilbudsprisen, skal nytt tilbud anses fremsatt til det høyere vederlag.

Oppgjør i henhold til tilbudet skal skje i penger. Et tilbud kan likevel gi aksjonærene rett til å velge annet oppgjør.

Oppgjøret skal garanteres av finansinstitusjon som er gitt adgang til å drive virksomhet i Norge etter nærmere regler fastsatt av børsen.

§ 4-11 Tilbudsperioden

Tilbudet skal angi en frist for aksjeeier til å akseptere tilbudet (tilbudsperioden). Fristen kan ikke settes kortere enn tre uker og ikke lengre enn seks uker.

§ 4-12 Nytt tilbud

Før tilbudsperiodens utløp kan tilbyderen fremsette nytt tilbud, dersom tilbudet blir godkjent av børsen. Selskapets aksjeeiere har rett til å velge mellom tilbudene.

Fremsettes nytt tilbud skal tilbudsperioden forlenges slik at det gjenstår minst 2 uker til fristens utløp.

§ 4-13 Krav til tilbudsdokument

Den som har tilbudsplikt skal utarbeide et tilbudsdokument som gjengir tilbudet og gir riktige og fullstendige opplysninger om forhold av betydning ved vurderingen av tilbudet.

I tilbudsdokumentet skal særskilt angis:

1. tilbyders navn og adresse, organisasjonsform og organisasjonsnummer dersom tilbyder er et foretak,
2. opplysninger om nærstående som nevnt i § 1-5, herunder grunnlaget for konsolideringen og eventuelle aksjonæravtaler,
3. hvilke aksjer og lån som nevnt i aksjeloven § 5-1 i det børsnoterte selskapet som eies av tilbyder eller noen som nevnt i § 1-5,
4. tilbudspris, oppgjørsfrist og oppgjørsform, samt hvilke garantier som stilles for oppfyllelse av tilbyders forpliktelser,
5. prinsippene som er lagt til grunn for verdsettelsen av formuesgjenstander som tilbys som oppgjør, herunder opplysninger om forhold som må tillegges vekt ved bedømmelsen av spørsmålet om å tegne eller erverve verdipapirer,
6. frist for aksept av tilbudet og hvordan tilbudet skal aksepteres,
7. hvordan kjøpet av aksjene skal finansieres,
8. særlige fordeler som etter avtale tilstås medlemmer av ledelsen eller styrende organer i selskapet eller som noen av disse er stilt i utsikt,
9. hvilken kontakt tilbyderen har hatt med ledelsen eller styrende organer i selskapet før fremsettelsen av tilbudet,
10. formålet med å overta kontrollen i selskapet og planer for videre drift, reorganisering mv. av selskapet og det konsern som dette inngår i,
11. den betydning gjennomføringen av tilbudet vil få for de ansatte, herunder de rettslige, økonomiske og arbeidsmessige virkninger, og
12. juridiske og skattemessige konsekvenser av tilbudet.

Tilbudsdokumentet skal undertegnes av den tilbudspliktige.

§ 4-14 Godkjennelse og offentliggjøring av tilbudet

Tilbudet og tilbudsdokumentet skal godkjennes av børsen før tilbudet fremsettes eller offentliggjøres.

Etter at tilbudet er godkjent skal det gjøres kjent for aksjonærene og de ansatte i selskapet.

Tilbudsdokumentet skal sendes alle aksjonærene i selskapet.

§ 4-15 Selskapets uttalelse om tilbudet

Når det fremsettes tilbud etter reglene om tilbudsplikt, skal selskapets styre avgi en uttalelse om tilbudet som bl.a. gir opplysning om de ansattes syn og andre forhold av betydning ved vurderingen av om tilbudet bør aksepteres av aksjonærene. Det skal også opplyses om styremedlemmenes og daglig leders eventuelle standpunkt til tilbudet i egenskap av aksjonærer i selskapet.

Uttalelsen skal foreligge senest en uke før tilbudsperiodens utløp. Uttalelsen skal forelegges aksjonærene og børsen, samt gjøres kjent for de ansatte.

Er tilbud fremsatt av noen som er medlem av styret i selskapet, eller er tilbudet fremsatt i forståelse med selskapets styre, avgjør børsen hvem som skal avgi uttalelse som nevnt i første ledd på vegne av selskapet.

§ 4-16 Begrensning i selskapets handlefrihet

Etter at selskapet er underrettet om at tilbud skal fremsettes etter § 4-1 og inntil tilbudsperioden er utløpt og resultatet klart, kan styret ikke treffe vedtak om

a) utstedelse av aksjer eller andre finansielle instrumenter av selskapet eller av et datterselskap,
b) fusjon av selskapet eller datterselskap, eller

c) salg eller kjøp av vesentlige virksomhetsområder i selskapet eller dets datterselskaper, eller andre disposisjoner av vesentlig betydning for arten eller omfanget av virksomheten.

Denne pragraf gjelder ikke disposisjoner som er en del av selskapets normale løpende forretningsdrift, eller der generalforsamlingen har gitt styret fullmakt til å treffe de aktuelle vedtak med sikte på oppkjøpssituasjoner.

§ 4-17 Frivillige tilbud

Bestemmelsene i §§ 4-13 til 4-15 gjelder tilsvarende ved frivillige tilbud som innebærer at tilbudsplikt etter § 4-1 inntrer hvis tilbudet aksepteres av de som kan benytte det, unntatt når

1. tilbudet rettes særskilt til enkelte aksjonærer, og
2. tilbudet ikke fremsettes under ett eller i sammenheng og har samme innhold.

§ 4-18 Innløsning av minioritetsaksjonærer

Dersom en aksjonær, alene eller sammen med nærstående som nevnt i § 1-5, eier mer enn ni tideler av aksjekapitalen i et selskap med børsnoterte aksjer og har tilsvarende del av stemmene i selskapet, har hver av de øvrige aksjonærene rett til å kreve sine aksjer innløst av de de aktuelle aksjonærene i fellesskap.

Børsen kan bestemme at innløsningsplikten bare skal pålegges en eller flere aksjonærer.

Løsningssummen fastsettes i mangel av minnelig overenskomst ved skjønn på de innløsningspliktiges kostnad. Når særlige grunner taler for det, kan det bestemmes at utgiftene helt eller delvis skal dekkes av den annen part.

§ 4-19 Utøvelse av aksjonærrettigheter ved forsømmelse av tilbudsplikt

Aksjeeiere som forsømmer sin tilbudsplikt etter § 4-1 kan, mens tilbudsplikten foreligger, ikke utøve andre rettigheter i selskapet enn retten til utbytte og til fortrinnsrett ved kapitalforhøyelse, uten samtykke fra et flertall av de øvrige aksjonærene.

§ 4-20 Tvangssalg av aksjer

Overskrides fristen for salg etter § 4-9, kan børsen selge aksjene etter reglene om tvangssalg så langt de passer. Tvangsfullbyrdelsesloven § 10-6, jf. § 8-16 kommer ikke til anvendelse.

Børsen skal varsle den tilbudspliktige om at tvangssalg vil bli foretatt senest to uker før salg foretas.

Kap. 5 Prospektkrav ved offentlige tilbud

§ 5-1 Plikt til å utarbeide prospekt

Ved tilbud om tegning av omsettelige verdipapirer skal det utarbeides prospekt etter reglene i dette kapitlet når tilbudet er rettet til flere enn 50 personer i det norske verdipapirmarkedet og gjelder et beløp større enn 40.000 ECU. Tilsvarende gjelder ved første gangs tilbud som nevnt om kjøp av omsettelige verdipapirer som ikke er børsnoterte og hvor det tidligere ikke er utarbeidet prospekt etter dette kapittel.

Første ledd gjelder også for tilbud som gjelder kjøpsretter som gir rett til å erverve et omsettelig verdipapir med unntak av der det gis rett til et kontantoppgjør.

Ved tilbud om kjøp av verdipapirer gjelder bestemmelsene i første ledd også børsnoterte verdipapirer, når tilbudet fremsettes før det er gått 3 måneder fra verdipapirene ble utstedt.

§ 5-2 Unntak fra plikten til å utarbeide prospekt ved tilbud som fremsettes overfor profesjonelle investorer

Reglene i § 5-1 gjelder ikke tilbud som bare rettes til personer som investerer i verdipapirer som ledd i sin yrkesvirksomhet og som er registrert hos børsen som profesjonell investor. Børsen kan fastsette krav til omfanget av investeringsvirksomheten, herunder kapitalforhold, som vilkår for slik registrering.

Reglene i § 5-1 gjelder ikke tilbud der verdipapirene bare kan erverves mot et vederlag på minst 40.000 ECU.

§ 5-3 Unntak fra plikten til å utarbeide prospekt ved tilbud om visse verdipapirer

§ 5-1 kommer ikke til anvendelse ved tilbud som gjelder

1. obligasjoner utstedt av EØS-stat eller av EØS-sentralbanker,
2. verdipapirer som utstedes ved bruk av rettigheter som nevnt i § 1-2 tredje ledd nr. 3,
3. verdipapirer som tilbys i forbindelse med fusjon, eller
4. Euroverdipapirer etter nærmere bestemmelse i forskrift.

Ved tilbud som tar sikte på å skaffe til veie midler til ideelle formål, kan børsen gjøre unntak fra reglene i dette kapittel.

Børsen kan helt eller delvis frita fra plikten til å offentliggjøre prospekt ved tilbud som gjelder obligasjoner eller tilsvarende omsettelige verdipapirer, som

1. utstedes fortløpende eller gjentagende ganger av finansinstitusjoner,
2. utstedes av selskaper eller andre juridiske personer som utøver sin virksomhet på grunnlag av statsmonopol, hvis innlån er dekket av en ubetinget og ugjenkallelig statsgaranti, eller
3. utstedes av juridiske personer som er stiftet i henhold til særlov og hvis obligasjoner ved opptak til offisiell børsnotering sidestilles i den nasjonale regulering med obligasjoner som utstedes eller garanteres av staten.

§ 5-4 Unntak ved tilbud til ansatte

§ 5-1 kommer ikke til anvendelse på tilbud fremsatt av et selskap til selskapets ansatte om kjøp eller tegning på særlig gunstige vilkår av verdipapirer utstedt av selskapet. Opplysninger som nevnt i § 5-5 med tilhørende forskrifter, skal likevel være tilgjengelig for de ansatte på deres arbeidssted.

§ 5-5 Opplysninger i prospekt, annonser mv.

Prospektet skal inneholde de opplysninger som, avhengig av særlige forhold hos tilbyder og arten av de verdipapirer som tilbys, er nødvendig for at investorene skal kunne foreta en velfundert vurdering av utsteders aktiva og passiva, økonomiske stilling, resultater og utsikter og av rettigheter knyttet til de nevnte verdipapirer.

Enhver ny omstendighet eller vesentlig unøyaktighet som kan få betydning for vurderingen av verdipapirene, og som fremkommer mellom tidspunktet for offent-

liggjøring av prospektet og tidspunktet for tegningsperiodens endelige utløp, skal fremgå av et tillegg til prospektet. Tillegget skal sendes børsen i samsvar med §§ 5-7 og 5-8 og offentliggjøres uten ugrunnet opphold i samsvar med § 5-11.

Børsen kan kreve at prospekt utarbeides på norsk.

Departementet fastsetter nærmere krav til opplysninger i prospekt.

§ 5-6 Børsens dispensasjonsadgang

Børsen kan tillate at enkelte opplysninger utelates i prospekt

1. dersom opplysningene har liten betydning og ikke kan innvirke på vurderingen av utsteders aktiva og passiva, økonomiske stilling, resultater og utsikter,
2. dersom fremleggelsen av disse opplysninger er i strid med offentlighetens interesser,
3. dersom fremleggelse av disse opplysninger fører til at utstederen blir alvorlig skadelidende, forutsatt at unnlatelse av offentliggjøring ikke kan virke villedende på offentligheten med hensyn til realiteter og omstendigheter som er av vesentlig betydning for vurderingen av verdipapirene, eller
4. dersom tilbyder er en annen enn utsteder av verdipapirer som nevnt i § 1-2 annet ledd nr. 1 og 2, og det gjelder opplysninger vedkommende normalt ikke vil være i besittelse av.

§ 5-7 Børsens kontroll

Ved tilbud som gjelder verdipapirer som er eller søkes børsnotert, skal prospektet sendes børsen for kontroll senest en uke før tilbudet fremsettes.

Børsen skal påse at prospektet ikke inneholder villedende eller ufullstendige opplysninger om forhold som må tillegges vekt ved bedømmelsen av spørsmålet om å tegne eller erverve verdipapirene.

Annonser, kunngjøringer, m.v. som skal spres eller stilles til rådighet for offentligheten av tilbyder, skal på forhånd oversendes Børsen. Børsen skal avgjøre om dokumentene skal kontrolleres før de offentliggjøres.

Finner børsen at prospektet eller dokumenter som nevnt i tredje ledd, inneholder villedende eller ufullstendige opplysninger, eller at reglene i dette kapittel forøvrig ikke er fulgt, kan børsen nedlegge forbud mot at tilbudet gjennomføres. Slikt forbud kan også nedlegges dersom børsen anser det ulovlig å gjennomføre tilbudet etter annen lov eller forskrift. Ved avgjørelsen kan det tas hensyn til forhold som inntreffer etter at tilbudet er fremsatt. Børsen skal så snart som mulig gjennomføre kontrollen og meddele tilbyder resultatet av denne. Foretaksregisteret skal straks underrettes dersom aksjeemisjon ikke kan registreres.

Børsen kan meddele tilbyder at det ikke har innvendinger mot de innsendte dokumentene. Meddelelsen innebærer ingen godkjennelse av dokumentene, og er ikke til hinder for at børsen senere nedlegger forbud etter fjerde ledd.

Selv om det ikke er plikt til å utarbeide prospekt etter § 5-1, kan børsen etter anmodning fra tilbyder gjennomføre kontroll av prospekt etter denne bestemmelsen.

Børsen plikter å oppbevare innsendte dokumenter i 10 år.

§ 5-8 Registrering av prospekt

Ved tilbud som gjelder verdipapirer som ikke søkes børsnotert skal prospektet sendes børsen for registrering før det offentliggjøres.

§ 5-9 Gebyr

Kongen kan gi forskrift om at børsen kan kreve gebyr av tilbyder til dekning av utgifter ved kontroll som nevnt i § 5-7 og registrering som nevnt i § 5-8.

§ 5-10 Styrets ansvar

Et selskaps styre er ansvarlig for at prospektet fyller de krav som er fastsatt.

Selskapets styre skal avgi en erklæring om at opplysningene i prospektet så langt de kjenner til både er i samsvar med de faktiske forhold og at det ikke forekommer utelatelser som er av en slik art at de kan endre prospektets betydningsinnhold.

Prospektet skal underskrives av samtlige styremedlemmer.

§ 5-11 Offentliggjøring av prospekt mv.

Prospektet skal offentliggjøres senest dagen før tilbudet kan aksepteres.

Prospektet skal offentliggjøres ved at det stilles vederlagsfritt til disposisjon for allmennheten

på tilbyders forretningskontor, på samtlige steder der akseptblankett er lagt ut, og på andre måter som børsen fastsetter. I tillegg skal prospektet eller en melding om hvor prospektet kan innhentes, innrykkes i en riksdekkende avis.

Fremsettes tilbud på annen måte enn nevnt i annet ledd skal det opplyses at meldingen er ufullstendig og om hvor prospektet kan innhentes. Akseptblankett kan bare legges frem sammen med fullstendig prospekt.

§ 5-12 Samordningsregler der tilbud fremsettes eller verdipapirene søkes børsnotert i flere EØS-stater

Kongen kan fastsette nærmere regler om utarbeidelse og kontroll med prospekt når det fremsettes tilbud om de samme verdipapirer i flere EØS-stater samtidig eller med korte mellomrom.

§ 5-13 Ugyldig tegning

Aksept av tilbud som nevnt i § 5-1 er ikke bindende dersom prospekt, annonser mv. som nevnt i § 5-7 inneholder villedende eller ufullstendige opplysninger om forhold som må tillegges vekt ved bedømmelsen av spørsmålet om å akseptere tilbudet. Hver av partene kan forelegge spørsmålet for børsen til avgjørelse.

Innsigelse om at en tegning av aksjer ikke er bindende, kan ikke fremsettes etter utløpet av den frist som er satt i aksjeloven § 2-5 siste ledd. Innsigelse om at tegning av andre verdipapirer ikke er bindende, må fremsettes uten ugrunnet opphold. Blir slik innsigelse fremsatt skal selskapet straks underrette børsen.

Kap. 6 Oppgjørssentral

§ 6-1 Vilkår for å drive virksomhet som oppgjørssentral (clearingsentral)

Virksomhet som oppgjørssentral kan ikke drives uten tillatelse fra Kongen.

Oppgjørssentral skal organsieres som aksjeselskap. Departementet kan gjøre unntak fra denne bestemmelsen.

Tillatelse etter første ledd kan nektes dersom aksjonær med betydelig eierandel i oppgjørssentralen ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket.

Oppgjørssentralen skal ha en kontrollkomité valgt av generalforsamlingen. Kontrollkomitéen skal føre tilsyn med sentralens virksomhet og påse at den følger lover, forskrifter og vilkår, samt vedtekter og vedtak truffet av selskapets besluttende organer. Generalforsamlingen skal fastsette instruks for kontrollkomitéen. Instruksen skal godkjennes av Kredittilsynet.

Kongen kan fastsette at utenlandsk oppgjørssentral som er gitt tillatelse til å drive oppgjørsvirksomhet under tilsyn av hjemlandets myndigheter, skal kunne drive oppgjørsvirksomhet i Norge uten hinder av reglene i denne paragraf.

§ 6-2 Oppgjørssentrals kapital

Oppgjørssentral skal ha en ansvarlig kapital som er forsvarlig i forhold til den virksomhet som drives.

Oppgjørssentral skal ha en ansvarlig kapital på minst 50 millioner kroner. Departementet kan fastsette hva som skal anses som ansvarlig kapital.

Et beløp tilsvarende minst halvparten av foretakets ansvarlige kapital skal til enhver tid bestå av innskudd eller ubetingede trekkrettigheter i kredittinstitusjon.

Departementet kan gjøre unntak fra reglene i første og annet ledd for oppgjørssentral som driver begrenset virksomhet.

Oppgjørssentral kan ikke eie underliggende finansielle instrumenter eller finansielle instrumenter den driver oppgjørsvirksomhet knyttet til, med mindre det er påkrevet for organiseringen av oppgjøret. Denne bestemmelse gjelder ikke for obligasjoner utstedt av EØS-stat.

§ 6-3 Oppgjørssentralens virksomhet

Oppgjørssentral skal organisere oppgjøret mellom partene og være ansvarlig for oppfyllelse. Oppgjørssentral kan bare drive virksomhet som har naturlig sammenheng med utøvelsen av

oppgjørsvirksomheten. Kredittilsynet kan gi pålegg om at tilknyttet virksomhet skal holdes adskilt fra oppgjørsvirksomheten.

§ 6-4 Beregning av sikkerhet

Oppgjørssentral skal løpende beregne og kreve sikkerhet for forpliktelser som sentralen er ansvarlig for.

Departementet kan ved forskrift eller enkeltvedtak pålegge oppgjørssentralen å kreve ytterligere sikkerhet når dette anses påkrevet og stille krav til hvem sikkerheten skal stilles av.

§ 6-5 Taushetsplikt

Ansatte, tillitsmenn og andre personer med bestemmende innflytelse i oppgjørssentral har taushetsplikt om det de under sin virksomhet får kjennskap til om andres personlige eller forretningsmessige forhold, med mindre noe annet er bestemt i lov eller forskrifter.

Kapittel 3 blir nytt kapittel 7.

§§ 3-2 til 3-11 blir nye §§ 7-1 til 7-10.

Ny § 7-10 skal lyde:

§ 7-10 Verdipapirhandellovens anvendelse for norske verdipapirforetaks filial i utlandet

Departementet kan gjøre unntak fra §§ 8-3 og 8-6 for ansatte i norsk verdipapirforetaks filial i utlandet, dersom dette anses nødvendig for foretaket på bakgrunn av konkurransemessige hensyn. Unntak kan bare gjøres der de ansatte er omfattet av eventuelle tilsvarende regler i vertsstaten. Det kan ikke gjøres unntak for handel i finansielle instrumenter notert på norsk børs eller utstedt av norsk selskap.

Departementet kan gjøre unntak fra § 8-7 for den virksomhet som drives i norske verdipapirforetaks filial i utlandet. Unntak kan bare gjøres dersom filialen er omfattet av eventuelle tilsvarende regler i vertsstaten og under forutsetning av at foretaket har tilstrekkelig sikkerhet for oppgjøret.

Kapittel 4 blir nytt kapittel 8.

§ 8-8 (tidligere § 4-8 om lån av finansielle instrumenter) siste ledd oppheves.

Kapittel 5 blir nytt kapittel 9.

§ 9-4 (tidligere 5-4 om handel i børsnoterte finansielle instrumenter), nytt tredje ledd skal lyde:

Verdipapirforetakets handel i finansielle instrumenter som nevnt i § 1-2 annet ledd nr. 4-7 som er børsnoterte, skal foretas under medvirkning av oppgjørssentral som nevnt i § 6-1. Denne bestemmelsen gjelder ikke for kjøpsretter til omsettelige verdipapirer utstedt på like vilkår, samtidig og i en gitt mengde.

Ny § 9-5 skal lyde:

§ 9-5 Verdipapirforetaks handel i derivater

Ved formidling av handel i finansielle instrumenter som nevnt i § 1-2 annet ledd nr. 4-7, skal verdipapirforetaket påse at foretaket har tilstrekkelig sikkerhet for oppfyllelse av sine forpliktelser.

Ved handel som foretas under medvirkning av norsk eller utenlandsk oppgjørssentral som driver virksomhet som nevnt i § 6-1, skal verdipapirforetaket påse at kunden stiller minst den samme sikkerheten som den oppgjørssentralen krever.

Første ledd gjelder tilsvarende for verdipapirforetaks handel for egen regning.

Denne paragraf gjelder tilsvarende for verdipapirforetaks handel i varederivater.

§§ 5-5 til 5-7 blir nye §§ 9-6 til 9-8.

Kapittel 6 og 7 blir nye *"Prospektkrav ved offentlige tilbud om kjøp eller tegning av finansielle instrumenter"* *i* **kapitler 10 og** *"Handel i derivater"* *i* **11.**

§ 11-1, første ledd skal lyde:

Tilsyn med handelen i finansielle instrumenter og med overholdelsen av lovgivningen om verdipapirhandelen forestås av departementet.

§ 11-2 (tidligere 7-2 om opplysningsplikt overfor Kredittilsynet) – tredje til syvende ledd skal lyde:

Kredittilsynet kan uten hinder av taushetsplikt kreve å få opplysninger det finner påkrevet i sin kontrollvirksomhet fra Verdipapirsentralen på den måten Kredittilsynet finner hensiktsmessig.

Et foretak som har utstedt finansielle instrumenter plikter å gi Kredittilsynet de opplysninger som Kredittilsynet anser nødvendig for å avgjøre om det har skjedd overtredelse av bestemmelser gitt i eller i medhold av denne lov vedrørende finansielle instrumenter utstedt av foretaket.

Dersom Kredittilsynet har konkret mistanke om overtredelse av § 2-1 første ledd eller § 2-4, kan enhver pålegges å måtte gi de opplysninger tilsynet krever, med mindre opplysningene er underlagt lovbestemt taushetsplikt. Opplysninger innhentet i medhold av forrige punktum kan bare brukes i den sak de er innhentet for. Den som begjæres avhørt har rett til å la seg bistå av advokat. Den som begjæres avhørt kan nekte å svare på spørsmål når svaret vil kunne utsette den avhørte eller noen vedkommende står i forhold til som nevnt i straffeprosessl. § 122 første og annet ledd, for straff eller tap av borgerlig aktelse.

Kredittinstitusjoner og finansieringsforetak plikter uten hinder av taushetsplikt å gi Kredittilsynet opplysninger om kunders konti når disse kreves i saker som nevnt i sjette ledd.

Kredittilsynet skal gjøre de opplysningspliktige oppmerksom på opplysningspliktens omfang og begrensninger.

§ 11-3 (tidligere § 7-3 om Kredittilsynets taushetsplikt), tredje ledd skal lyde:

Taushetsplikten gjelder ikke overfor norsk børs, Verdipapirsentralen eller oppgjørssentral som nevnt i § 6-1 for forhold som er nødvendige for utførelsen av disse institusjoners lovbestemte oppgaver.

Ny § 11-6 skal lyde:

§ 11-6 Opplysningsplikt overfor børsen

Børsen kan kreve opplysninger fra verdipapirforetak, selskap og personer som kan ha betydning for spørsmål om tilbudsplikt og tilbud i samsvar med dette kapittel.

Ved tilsidesettelse av opplysningsplikt gjelder § 13-1.

Kapittel 8 blir nytt kapittel 12.

Nytt kapittel 13 skal lyde:

Kap. 13 Sanksjoner

§ 13-1 Daglig mulkt

Børsen kan ilegge foretak eller person som forsømmer sine plikter etter kapittel 4 en daglig mulkt som påløper inntil forholdet er rettet.

Børsen fastsetter mulktens størrelse. Mulkten tilfaller statskassen.

Påløpt mulkt forfaller til betaling ved påkrav og kan inndrives ved utpantning.

§ 13-2 Vinningsavståelse

Dersom det er oppnådd vinning ved en uaktsom eller forsettlig overtredelse av denne lov, kan den som vinningen er tilfalt, pålegges helt eller delvis å avstå denne. Dette gjelder også når den som vinningen tilfaller, er en annen enn lovovertrederen. Kan størrelsen av vinningen ikke godtgjøres, fastsettes beløpet skjønnsmessig.

Dersom vinningen er tilfalt et selskap som inngår i et konsern, hefter selskapets morselskap og morselskapet i det konsern selskapet er en del av, subsidiært for beløpet.

Kredittilsynet kan utferdige forelegg på vinningsavståelse etter denne paragraf. Beslutning om å utferdige forelegg anses ikke som enkeltvedtak etter forvaltningsloven. Forelegget skal ha frist for vedtakelse på inntil to måneder. Vedtatt forelegg er tvangsgrunnlag for utlegg. Dersom forelegget ikke vedtas, kan Kredittilsynet innen tre måneder etter utløpet av vedtaksfristen reise sak mot vedkommende i den rettskrets der vedkommende kan saksøkes. Saken følger lov om rettergangsmåten for tvistemål. Megling i forliksrådet er ikke nødvendig.

Fradrag i kravet om vinningsavståelse skal gjøres for beløp som den ansvarlige ved dom blir tilpliktet å betale tilbake til den skadelidte. Det samme gjelder hvis vedkommende på forhånd har foretatt slik tilbakebetaling og godtgjør at tilbakebetaling har funnet sted.

Kravet om vinningsavståelse foreldes etter ti år. For øvrig får reglene i lov 18. mai 1979 nr. 18 om foreldelse av fordringer anvendelse så langt de passer.

Dersom overtredelsen behandles av påtalemyndighetene eller retten etter lov 22. mai 1981 nr. 25 om rettergangsmåten i straffesaker, skal eventuelt krav om vinningsavståelse tas med som inndragningskrav etter straffeloven § 34.

§ 13-3 Straff

Med bøter eller fengsel inntil seks år, eller begge deler, straffes den som forsettlig eller uaktsomt overtrer § 2-1 første ledd. Med bøter eller fengsel inntil tre år, eller begge deler, straffes den som forsettlig eller uaktsomt overtrer § 2-4.

Med bøter eller fengsel inntil 1 år, eller begge deler, straffes den som forsettlig eller uaktsomt:

1. overtrer § 2-1 annet ledd eller § 2-2,
2. gir villedende eller uriktige opplysninger i prospekt, annonser mv. som nevnt i § 5-5, eller overtrer bestemmelsene i §§ 5-7 og 5-8,
3. overtrer § 6-1 første ledd eller § 6-5,
4. overtrer §§ 7-2, 7-10 eller 7-11,

5. overtrer §§ 8-2 til 8-8,
6. overtrer § 2-3 eller § 9-2, forutsatt at disse bestemmelsene er overtrådt gjentatte ganger eller at overtredelsen er grov,
7. overtrer §§ 9-2 til 9-6,
8. overtrer §§ 10-1 og 10-3, eller
9. overtrer §§ 11-2 og 11-4.

Med bøter straffes den som forsettlig eller uaktsomt overtrer § 3-1 og 3-2.

Medvirkning straffes på samme måte.

Påtale finner sted bare når allmenne hensyn krever. Straffbar overtredelse av § 2-1 første ledd anses som forbrytelse, for øvrig anses straffbar overtredelse som forseelse.

15.2 II

I lov 17. juni 1988 nr. 57 om verdipapirbørs gjøres følgende endringer:

§ 1-1 skal lyde:

Med børs forstås i denne lov en selveiende institusjon som skal forestå regelemssig og offentlig kursnotering i forbindelse med omsetning av *finansielle instrumenter.*

§ 4-2 skal lyde:

Børsstyret avgjør om *et finansielt instrument* skal tas opp til notering på børsen.

Opptak av verdipapirer til notering kan foretas i henhold til søknad fra utstederen.

Andre *finansielle instrumenter* enn de som er tatt opp til børsnotering etter denne bestemmelse kan ikke være gjenstand for notering på børsen uten etter samtykke fra børsen.

§ 4-3 første ledd skal lyde:

Opptak til kursnotering kan skje dersom *de finansielle instrumentene er egnet til børsnotering,* antas å ha allmenn interesse og kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning. Ved avgjørelse *av om et verdipapir skal tas opp til kursnotering* skal det også legges vekt på foretakets økonomi og andre forhold av betydning for om verdipapiret er egnet til børsnotering.

15.3 III

Ikrafttredelse og overgangsbestemmelser

1. Loven trer i kraft fra det tidspunkt Kongen fastsetter.
2. Aksjonær eller konsolidert gruppe som eier mer enn 40 pst. av stemmene i et selskap ved lovens ikrafttredelse skal ikke pålegges tilbudsplikt. Dersom det ikke tidligere er gitt tilbud i samsvar med bestemmelsene om pliktig tilbud, vil ethvert etterfølgende erverv utløse tilbudsplikt, med mindre det foretas salg i samsvar med § 4-8, jf. § 4-9.

KAPITTEL 16

Utkast til ny lov om verdipapirhandel

Kap. 1 Formål, definisjoner og forskriftshjemmel

§ 1-1 Lovens formål

Lovens formål er å legge til rette for effektiv, sikker og ordnet handel i finansielle instrumenter.

§ 1-2 Investeringstjenester, finansielle instrumenter mv.

Med investeringstjenester menes følgende tjenester når disse ytes på forretningsmessig basis:

1. mottak og formidling av ordre på vegne av investor i forbindelse med finansielle instrumenter, samt utførelse av slike ordre,
2. omsetning av finansielle instrumenter for egen regning,
3. aktiv forvaltning av investorers portefølje av finansielle instrumenter på individuell basis og etter investors fullmakt,
4. garantistillelse for fulltegning av emisjoner eller tilsvarende erverv av finansielle instrumenter eller plassering av slike emisjoner, eller
5. markedsføring av finansielle instrumenter.

Med finansielle instrumenter menes:

1. omsettelige verdipapirer,
2. verdipapirfondsandeler,
3. pengemarkedsinstrumenter,
4. finansielle terminkontrakter, herunder tilsvarende finansielle instrumenter med kontant oppgjør,
5. fremtidige renteavtaler (FRA),
6. rente- og valutabytteavtale samt bytteavtale knyttet til aksjer og aksjeindeks, eller
7. opsjoner på kjøp eller salg av ethvert instrument som nevnt i punkt 1-6, valuta- og renteopsjoner samt tilsvarende instrumenter med kontant oppgjør.

Med omsettelige verdipapirer menes:

1. aksjer og andre verdipapirer som kan sidestilles med aksjer,
2. obligasjoner og andre gjeldsinstrumenter som kan omsettes på lånemarkedet, eller
3. alle andre verdipapirer som normalt omsettes og som gir rett til å erverve ethvert slikt omsettelig verdipapir ved tegning eller ombytting, eller som gir rett til et kontantoppgjør.

§ 1-3 Regulert marked

Med regulert marked menes et marked som:

1. fungerer regelmessig,
2. reguleres av bestemmelser, gitt eller godkjent av myndighetene, om vilkårene for hvordan markedet skal virke, herunder vilkår for adgang til markedet, vilkår for opptak til kursnotering og vilkår for at et finansielt instrument kan omsettes på markedet, og

3. reguleres av krav til rapportering og åpenhet.

§ 1-4 Verdipapirforetak, kredittinstitusjon og betydelig eierandel

Med verdipapirforetak menes foretak som yter investeringstjenester.

Med kredittinstitusjon menes foretak som nevnt i lov 10. juni 1988 nr. 40 om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner § 1-5 nr. 3.

Med betydelig eierandel menes direkte eller indirekte eierandel som representerer minst 10 pst. av aksjekapitalen eller stemmene, eller som på annen måte gjør det mulig å utøve betydelig innflytelse over forvaltningen av selskapet. Like med vedkommende aksjonærs egne aksjer regnes i denne sammenheng aksjer som eies av personer eller selskaper med tilknytning til vedkommende aksjonær som nevnt i § 1-5.

§ 1-5 Verdipapireiers nærstående

Med verdipapireiers nærstående menes

1. dennes ektefelle, mindreårige barn eller personer som vedkommende lever sammen med i ekteskapslignende forhold,
2. selskap innen samme konsern som verdipapireieren,
3. selskap hvor verdipapireieren alene eller sammen med noen som nevnt nr. 1 eller 4 har slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-2 første og annet ledd eller selskapsloven § 1-2 annet ledd, eller
4. noen som det må antas at verdipapireieren har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som verdipapireier.

§ 1-6 Oppgjørsvirksomhet (clearing)

Med oppgjørsvirksomhet menes yrkesmessig virksomhet som består i å tre inn som part eller på annen måte garantere for oppfyllelse av avtaler som gjelder handel med finansielle instrumenter som nevnt i § 1-2 annet ledd nr. 4-7 og forpliktelser vedrørende lån av finansielle instrumenter.

§ 1-7 Lovens anvendelse ved omsetning i regulert marked

Departementet kan fastsette at de av denne lovs bestemmelser som gjelder børsnoterte finansielle instrumenter helt eller delvis skal gjelde tilsvarende for finansielle instrumenter som noteres på eller omsettes i annet regulert marked som nevnt i § 1-3.

Departementet kan fastsette at kompetanse som i denne lov er tillagt børsen, skal tillegges tilsynsmyndighet for regulert marked som nevnt i § 1-3.

Kap.2 Generelle handelsregler, taushetsplikt mv.

§ 2-1 Misbruk av presise og fortrolige opplysninger

Kjøp eller salg, eller tilskyndelse til kjøp eller salg, av finansielle instrumenter notert på norsk børs må ikke foretas av noen som har presise og fortrolige opplysninger om de finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene vesentlig. Tilsvarende gjelder inngåelse eller overdragelse av opsjon- eller terminkontrakt eller tilsvarende rettigheter knyttet til slike finansielle instrumenter.

Følgende personer tilknyttet utsteder plikter å utvise tilbørlig aktsomhet slik at vedkommende ikke foretar eller tilskynder til kjøp eller salg av finansielle instrumenter utstedt av selskapet på et tidspunkt hvor opplysninger som nevnt i første ledd foreligger i selskapet:

1. styremedlem, samt varemedlem og observatør med tilsvarende tilgang til opplysninger som styremedlemmene,
2. medlem av kontrollkomite,
3. revisor,
4. ledende ansatt i selskapet samt ledende ansatt og styremedlem i selskaper i samme konsern, som kan antas normalt å få adgang til opplysninger som nevnt i første ledd,

Kredittilsynet kan i tvilstilfelle avgjøre hvem som skal anses som ledende ansatt. Aktsomhetsplikten gjelder også inngåelse eller overdragelse av opsjon- eller terminkontrakt eller tilsvarende rettigheter knyttet til finansielle instrumenter utstedt av selskapet.

Ved vurderingen av om aktsomhetsplikten i annet ledd er oppfylt skal det legges vekt på om undersøkelse er foretatt eller handelen er klarert på forhånd.

Første ledd er ikke til hinder for normal utøvelse av tidligere inngått opsjon- eller terminkontrakt ved kontraktens utløp.

Første ledd gjelder ikke kjøp eller salg som skjer på vegne av en stat, når kjøpet eller salget er et ledd i vedkommende stats penge- og valutapolitikk.

§ 2-2 Taushetsplikt i forbindelse med presise og fortrolige opplysninger og forbud mot rådgivning

Styremedlem, medlem av kontrollkomite, revisor eller ansatt hos utsteder av finansielle instrumenter som er notert på norsk børs, må ikke gi opplysninger som nevnt i § 2-1 første ledd til uvedkommende.

Første ledd gjelder tilsvarende for den som på grunn av sin eierandel i utstederforetaket eller på grunn av arbeid eller oppdrag, får kjennskap til opplysninger som nevnt i § 2-1 første ledd.

Personer som nevnt i første og annet ledd, og som har opplysninger som nevnt, må ikke gi råd om handel med de finansielle instrumentene opplysningene vedrører.

Et foretak med børsnoterte verdipapirer skal føre lister over personer som mottar opplysninger som nevnt i § 2-1 første ledd og som ikke er ansatt eller tillitsmann i foretaket. Dersom de aktuelle opplysningene skal oversendes børsen etter børsloven § 4-7, skal listen vedlegges oversendelsen. Foretaket plikter å oppbevare listene i minst 10 år.

§ 2-3 Forbud mot urimelige forretningsmetoder

Ingen må benytte urimelige forretningsmetoder ved handel i finansielle instrumenter.

God forretningsskikk skal iakttas ved henvendelser som rettes til allmennheten eller til enkeltpersoner og som inneholder tilbud eller oppfordring til å fremsette tilbud om kjøp, salg eller tegning av finansielle instrumenter eller som ellers har til formål å fremme handel i finansielle instrumenter.

§ 2-4 Forbud mot kursmanipulering

Ingen må søke å uredelig påvirke kursen på et finansielt instrument notert på norsk børs.

Som uredelig påvirkning regnes for eksempel å:

1. spre uriktige eller villedende opplysninger, eller
2. inngå fiktive avtaler.

Kap. 3 Meldeplikt

§ 3-1 Meldeplikt for tillitsvalgte og ansatte i utstederselskaper

Personer som nevnt i § 2-1 annet ledd skal straks gi børsen melding om kjøp, salg eller tegning av aksjer utstedt av selskapet eller av selskaper i samme konsern, dersom aksjene er notert på norsk børs. Det samme gjelder for selskapets handel med egne aksjer. Meldingen skal sendes børsen senest innen børsåpning dagen etter at kjøp, salg eller tegning har funnet sted.

Meldeplikten gjelder også lån som nevnt i aksjeloven § 5-1, tegningsretter, opsjoner og tilsvarende rettigheter knyttet til aksjer.

Meldeplikten omfatter også slik handel som gjelder vedkommendes nærstående som nevnt i § 1-5 nr. 1 og 3.

Selskapet skal sende oversikt over personer som nevnt i første ledd til børsen. Meldingen skal inneholde den meldepliktiges navn og adresse, type tillitsverv eller stilling i selskapet og eventuell øvrig arbeidsstilling.

Meldepliktige etter første ledd skal sende børsen oversikt over personer og selskaper som nevnt i tredje ledd dersom disse innehar finansielle instrumenter som nevnt i første og annet ledd.

Departementet kan i forskrift fastsette at denne paragraf ikke skal omfatte kjøp eller salg av aksjer under et fastsatt minstebeløp.

Denne paragraf gjelder tilsvarende for grunnfondsbevis.

§ 3-2 Flagging av erverv av større aksjeposter og rettigheter til aksjer

Fører et erverv til at erververens andel av aksjer og/eller rettigheter til aksjer som er notert på norsk børs når opp til eller passerer 10 pst., 20 pst., 1/3, 50 pst., eller 2/3 av aksjekapitalen eller aksjer som representerer en tilsvarende andel av stemmene i selskapet, skal erververen melde ervervet til børsen.

Første ledd gjelder tilsvarende for den som ved avhendelse endrer sin andel av aksjer slik at andelen reduseres til eller passerer de fastsatte prosentsatsene.

Som rettighet til aksjer regnes i denne paragraf lån som nevnt i aksjeloven § 5-1, tegningsretter, opsjoner på kjøp av aksjer og tilsvarende rettigheter.

Melding etter denne bestemmelse skal gis straks avtale om erverv eller avhendelse er inngått.

Like med erververens eller avhenderens egne aksjer eller rettigheter til aksjer, regnes aksjer eller rettigheter til aksjer som eies eller i tilfelle erverves eller avhendes av nærstående som nevnt i § 1-5.

§ 3-3 Meldingen

Melding etter § 3-1 første ledd skal inneholde opplysninger om

1. tidspunktet for kjøpet eller salget,
2. antall aksjer meldingen omfatter,

3. om ervervet eller avhendelsen gjelder vedkommende selv eller nærstående som nevnt i § 1-5.
4. til hvilken kurs transaksjonen er foretatt,
5. beholdning etter tidspunktet for meldingen.

Melding etter § 3-2 skal inneholde opplysninger om
1. tidspunktet for ervervet eller avhendelsen,
2. antall aksjer meldingen omfatter,
3. om ervervet eller avhendelsen gjelder vedkommende selv eller nærstående som nevnt i § 1-5,
4. hvor stor prosentandel av aksjene og stemmene i selskapet vedkommende innehar etter ervervet eller avhendelsen som utløser meldeplikten,
5. hvor stor prosentandel av aksjene og stemmene i selskapet vedkommende innehar i form av rettigheter til aksjer etter ervervet eller avhendelsen som utløser meldeplikten, og
6. opplysninger om på hvilket tidspunkt rettigheter som nevnt i § 3-2 tredje ledd kan utøves.

Børsen skal offentliggjøre meldingen og sende denne til selskapet som har utstedt de finansielle instrumentene.

Kap. 4 Tilbudsplikt og frivillige tilbud ved oppkjøp

§ 4-1 Tilbudsplikt ved aksjeerverv

Den som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 40 pst. av stemmene i et norsk selskap hvis aksjer er notert på norsk børs plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet. Tilbudsplikten bortfaller dersom det foretas salg i samsvar med §§ 4-8 og 4-9.

Som erverv etter første ledd regnes også erverv av
1. aksjer som representerer mer enn 50 pst. av stemmene i et selskap hvis vesentligste virksomhet består i å eie aksjer i det børsnoterte selskapet, eller
2. andel i ansvarlig selskap som eier aksjer i det børsnoterte selskapet, der andelshaverne bare er personer som nevnt i § 4-5.

Dersom erverv av rett til å bli eier av aksjer må anses som reelt erverv av aksjene, kan børsen pålegge tilbudsplikt for den som gjennom erverv blir eier av aksjer eller rett til å bli eier av aksjer som til sammen representerer mer enn 40 pst. av stemmene i et børsnotert selskap.

Denne bestemmelsen gjelder også når erververen tidligere har fremsatt frivillig tilbud, med mindre det var fremsatt i samsvar med reglene om pliktige tilbud og dette var opplyst i tilbudsdokumentet.

§ 4-2 Unntak for visse typer erverv

Tilbudsplikt etter § 4-1 inntrer ikke der det erverv som medfører at tilbudspliktgrensen overskrides er erverv i form av
a) arv og gave,
b) vederlag ved skifte, eller
c) vederlag ved fisjon eller fusjon av aksjeselskap.

Tilbudsplikt etter § 4-1 inntrer ikke ved erverv fra en vedkommende er konsolidert med etter § 4-5, med mindre erververen alene eller sammen med en eller flere av de øvrige deltakerne i gruppen passerer tilbudspliktgrensen som følge av ervervet.

Børsen kan i særlige tilfeller pålegge tilbudsplikt ved erverv som nevnt i første ledd bokstav a og b.

§ 4-3 Unntak for visse institusjoner

Bestemmelsene i § 4-1 gjelder ikke for Statens Banksikringsfond eller Statens Bankinvesteringsfond.

Tilbudsplikt etter § 4-1 oppstår ikke når en finansinstitusjon erverver aksjer i et selskap for å unngå eller begrense tap på engasjement, dersom institusjonen straks gir melding om det til børsen. Børsen kan pålegge institusjonen plikt til innen en fastsatt frist å fremsette tilbud som nevnt i § 4-1 eller å avhende aksjer slik at tilbudsplikten bortfaller.

§ 4-4 Unntak der selskapets aksjer er notert på flere børser

Børsen kan gjøre unntak fra reglene i dette kapittel hvis selskapets aksjer er notert på flere børser.

§ 4-5 Konsolidering

I forhold til reglene om tilbudsplikt regnes like med en aksjonærs egne aksjer, aksjer som eies eller erverves av nærstående som nevnt i § 1-5.

Børsen avgjør om det skal foretas konsolidering etter første ledd. Børsens vedtak skal meddeles deltakerne i den konsoliderte gruppen.

§ 4-6 Etterfølgende erverv

Aksjonær eller en konsolidert gruppe som eier aksjer som representerer mer enn 40 pst. av stemmene i et børsnotert selskap og ikke har tilbud gitt tilbud i samsvar med bestemmelsene om pliktig tilbud, plikter ved et hvert etterfølgende erverv som ikke faller inn under et av unntakene, å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet med mindre det foretas salg i samsvar med § 4-8, jf. § 4-9.

§ 4-7 Samtykke til aksjeerverv

Hvis et erverv etter selskapets vedtekter er avhengig av styrets godkjennelse, skal styret anses å samtykke, hvis ikke saken er avgjort innen tre uker etter at melding om ervervet er mottatt av selskapet.

§ 4-8 Melding til børsen

Når tilbudsplikt inntrer etter §§ 4-1 til 4-6 skal den som har tilbudsplikt straks gi melding om dette til børsen og til selskapet. I meldingen skal det angis om det vil bli fremsatt tilbud om kjøp av de øvrige aksjer i selskapet eller om det vil bli foretatt salg i henhold til § 4-9. Børsen skal offentliggjøre meldingen.

Dersom det ikke gis melding etter første ledd, eller tilbudsplikten på annen måte bestrides, skal børsen treffe vedtak vedrørende de spørsmål saken reiser.

§ 4-9 Salg av aksjer

Salg av aksjer i henhold til melding som nevnt i § 4-8 skal foretas innen 4 uker etter at tilbudsplikten inntrådte. Melding om at tilbud likevil vil bli fremsatt må sendes børsen innen denne fristen.

Salget skal omfatte den del av aksjene som overstiger grensen som nevnt i § 4-1 første ledd. Ved tilbudsplikt som utløses av etterfølgende erverv som nevnt i § 4-6, kan salget begrenses til de aksjer som er ervervet ved etterfølgende erverv.

Inntil salget er gjennomført kan det for den del av aksjene som skal selges, ikke utøves andre rettigheter i selskapet enn retten til å heve utbytte for aksjene og til å utøve fortrinnsrett ved kapitalforhøyelse.

§ 4-10 Tilbudet

Tilbudet skal omfatte alle selskapets aksjer, herunder aksjer med begrenset eller ingen stemmerett.

Et tilbud kan ikke gjøres betinget av at tilbyderen blir eier av en viss andel av aksjene eller andre forhold.

Tilbudsprisen skal være minst like høy som det høyeste vederlag tilbyderen har betalt eller avtalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte. Dersom det er klart at markedskursen når tilbudsplikten inntrer er høyere enn den pris som følger av første setning, skal tilbudsprisen være minst like høy som markedskursen.

Har tilbyderen etter at tilbudsplikten inntrådte og før utløpet av tilbudsperioden, betalt eller avtalt høyere vederlag enn tilbudsprisen, skal nytt tilbud anses fremsatt til det høyere vederlag.

Oppgjør i henhold til tilbudet skal skje i penger. Et tilbud kan likevel gi aksjonærene rett til å velge annet oppgjør.

Oppgjøret skal etter nærmere regler fastsatt av børsen, garanteres av finansinstitusjon som er gitt adgang til å drive virksomhet i Norge.

§ 4-11 Tilbudsperioden

Tilbudet skal etter nærmere regler fastsatt av børsen angi en frist for aksjeeier til å akseptere tilbudet (tilbudsperioden). Fristen kan ikke settes kortere enn tre uker og ikke lengre enn seks uker.

§ 4-12 Nytt tilbud

Før tilbudsperiodens utløp kan tilbyderen fremsette nytt tilbud, dersom tilbudet blir godkjent av børsen. Selskapets aksjeeiere har rett til å velge mellom tilbudene.

Fremsettes nytt tilbud skal tilbudsperioden forlenges slik at det gjenstår minst 2 uker til fristens utløp.

§ 4-13 Krav til tilbudsdokument

Den som har tilbudsplikt skal utarbeide et tilbudsdokument som gjengir tilbudet og gir riktige og fullstendige opplysninger om forhold av betydning ved vurderingen av tilbudet.

I tilbudsdokumentet skal særskilt angis:

1. tilbyders navn og adresse, organisasjonsform og organisasjonsnummer dersom tilbyder er et foretak,
2. opplysninger om nærstående som nevnt i § 1-5, herunder grunnlaget for konsolideringen og eventuelle aksjonæravtaler,

3. hvilke aksjer og lån som nevnt i aksjeloven § 5-1 i det børsnoterte selskapet som eies av tilbyder eller noen som nevnt i § 1-5,
4. tilbudspris, oppgjørsfrist og oppgjørsform, samt hvilke garantier som stilles for oppfyllelse av tilbyders forpliktelser,
5. prinsippene som er lagt til grunn for verdsettelsen av formuesgjenstander som tilbys som oppgjør, herunder opplysninger om forhold som må tillegges vekt ved bedømmelsen av spørsmålet om å tegne eller erverve verdipapirer,
6. frist for aksept av tilbudet og hvordan tilbudet skal aksepteres,
7. hvordan kjøpet av aksjene skal finansieres,
8. særlige fordeler som etter avtale tilstås medlemmer av ledelsen eller styrende organer i selskapet eller som noen av disse er stilt i utsikt,
9. hvilken kontakt tilbyderen har hatt med ledelsen eller styrende organer i selskapet før fremsettelsen av tilbudet,
10. formålet med å overta kontrollen i selskapet og planer for videre drift, reorganisering mv. av selskapet og det konsern som dette inngår i,
11. den betydning gjennomføringen av tilbudet vil få for de ansatte, herunder de rettslige, økonomiske og arbeidsmessige virkninger, og
12. juridiske og skattemessige konsekvenser av tilbudet. Tilbudsdokumentet skal undertegnes av den tilbudspliktige.

§ 4-14 Godkjennelse og offentliggjøring av tilbudet

Tilbudet og tilbudsdokumentet skal godkjennes av børsen før tilbudet fremsettes eller offentliggjøres.

Etter at tilbudet er godkjent skal det gjøres kjent for aksjonærene og de ansatte i selskapet.

Tilbudsdokumentet skal sendes alle aksjonærene i selskapet.

§ 4-15 Selskapets uttalelse om tilbudet

Når det fremsettes tilbud etter reglene om tilbudsplikt, skal selskapets styre avgi en uttalelse om tilbudet som bl.a. gir opplysning om de ansattes syn og andre forhold av betydning ved vurderingen av om tilbudet bør aksepteres av aksjonærene. Det skal også opplyses om styremedlemmenes og daglig leders eventuelle standpunkt til tilbudet i egenskap av aksjonærer i selskapet.

Uttalelsen skal foreligge senest en uke før tilbudsperiodens utløp. Uttalelsen skal forelegges aksjonærene og børsen, samt gjøres kjent for de ansatte.

Er tilbud fremsatt av noen som er medlem av styret i selskapet, eller er tilbudet fremsatt i forståelse med selskapets styre, avgjør børsen hvem som skal avgi uttalelse som nevnt i første ledd på vegne av selskapet.

§ 4-16 Begrensning i selskapets handlefrihet

Etter at selskapet er underrettet om at tilbud skal fremsettes etter § 4-1 og inntil tilbudsperioden er utløpt og resultatet klart, kan styret ikke treffe vedtak om

a) utstedelse av aksjer eller andre finansielle instrumenter av selskapet eller av et datterselskap,
b) fusjon av selskapet eller datterselskap, eller
c) salg eller kjøp av vesentlige virksomhetsområder i selskapet eller dets datterselskaper, eller andre disposisjoner av vesentlig betydning for arten eller omfanget av virksomheten.

Denne pragraf gjelder ikke disposisjoner som er en del av selskapets normale løpende forretningsdrift, eller der generalforsamlingen har gitt styret fullmakt til å treffe de aktuelle vedtak med sikte på oppkjøpssituasjoner.

§ 4-17 Frivillige tilbud

Bestemmelsene i §§ 4-13 til 4-15 gjelder tilsvarende ved frivillige tilbud som innebærer at tilbudsplikt etter § 4-1 inntrer hvis tilbudet aksepteres av de som kan benytte det, unntatt når

1. tilbudet rettes særskilt til enkelte aksjonærer, og
2. tilbudet ikke fremsettes under ett eller i sammenheng og har samme innhold.

§ 4-18 Innløsning av minioritetsaksjonærer

Dersom en aksjonær, alene eller sammen med nærstående som nevnt i § 1-5, eier mer enn ni tideler av aksjekapitalen i et selskap med børsnoterte aksjer og har tilsvarende del av stemmene i selskapet, har hver av de øvrige aksjonærene rett til å kreve sine aksjer innløst av de aktuelle aksjonærene i fellesskap.

Børsen kan bestemme at innløsningsplikten bare skal pålegges en eller flere aksjonærer.

Løsningssummen fastsettes i mangel av minnelig overenskomst ved skjønn på de innløsningspliktiges kostnad. Når særlige grunner taler for det, kan det bestemmes at utgiftene helt eller delvis skal dekkes av den annen part.

§ 4-19 Utøvelse av aksjonærrettigheter ved forsømmelse av tilbudsplikt

Aksjeeiere som forsømmer sin tilbudsplikt etter § 4-1 kan, mens tilbudsplikten foreligger, ikke utøve andre rettigheter i selskapet enn retten til utbytte og til fortrinnsrett ved kapitalforhøyelse, uten samtykke fra et flertall av de øvrige aksjonærene.

§ 4-20 Tvangssalg av aksjer

Overskrides fristen for salg etter § 4-9, kan børsen selge aksjene etter reglene om tvangssalg så langt de passer. Tvangsfullbyrdelsesloven § 10-6, jf. § 8-16 kommer ikke til anvendelse.

Børsen skal varsle den tilbudspliktige om at tvangssalg vil bli foretatt senest to uker før salg foretas.

Kap. 5 Prospektkrav ved offentlige tilbud

§ 5-1 Plikt til å utarbeide prospekt

Ved tilbud om tegning av omsettelige verdipapirer skal det utarbeides prospekt etter reglene i dette kapitlet når tilbudet er rettet til flere enn 50 personer i det norske verdipapirmarkedet og gjelder et beløp større enn 40.000 ECU. Tilsvarende gjelder ved første gangs tilbud som nevnt om kjøp av omsettelige verdipapirer som ikke er børsnoterte og hvor det tidligere ikke er utarbeidet prospekt etter dette kapittel.

Første ledd gjelder også for tilbud som gjelder kjøpsretter som gir rett til å erverve et omsettelig verdipapir med unntak av der det gis rett til et kontantoppgjør.

Ved tilbud om kjøp av verdipapirer gjelder bestemmelsene i første ledd også børsnoterte verdipapirer, når tilbudet fremsettes før det er gått 3 måneder fra verdipapirene ble utstedt.

§ 5-2 Unntak fra plikten til å utarbeide prospekt ved tilbud som fremsettes overfor profesjonelle investorer

Reglene i § 5-1 gjelder ikke tilbud som bare rettes til personer som investerer i verdipapirer som ledd i sin yrkesvirksomhet og som er registrert hos børsen som profesjonell investor. Børsen kan fastsette krav til omfanget av investeringsvirksomheten, herunder kapitalforhold, som vilkår for slik registrering.

Reglene i § 5-1 gjelder ikke tilbud der verdipapirene bare kan erverves mot et vederlag på minst 40.000 ECU.

§ 5-3 Unntak fra plikten til å utarbeide prospekt ved tilbud om visse verdipapirer

§ 5-1 kommer ikke til anvendelse ved tilbud som gjelder

1. obligasjoner utstedt av EØS-stat eller av EØS-sentralbanker,
2. verdipapirer som utstedes ved bruk av rettigheter som nevnt i § 1-2 tredje ledd nr. 3,
3. verdipapirer som tilbys i forbindelse med fusjon, eller
4. Euroverdipapirer etter nærmere bestemmelse i forskrift.

Ved tilbud som tar sikte på å skaffe til veie midler til ideelle formål, kan børsen gjøre unntak fra reglene i dette kapittel.

Børsen kan helt eller delvis frita fra plikten til å offentliggjøre prospekt ved tilbud som gjelder obligasjoner eller tilsvarende omsettelige verdipapirer, som

1. utstedes fortløpende eller gjentagende ganger av finansinstitusjoner,
2. utstedes av selskaper eller andre juridiske personer som utøver sin virksomhet på grunnlag av statsmonopol, hvis innlån er dekket av en ubetinget og ugjenkallelig statsgaranti, eller
3. utstedes av juridiske personer som er stiftet i henhold til særlov og hvis obligasjoner ved opptak til offisiell børsnotering sidestilles i den nasjonale regulering med obligasjoner som utstedes eller garanteres av staten.

§ 5-4 Unntak ved tilbud til ansatte

§ 5-1 kommer ikke til anvendelse på tilbud fremsatt av et selskap til selskapets ansatte om kjøp eller tegning på særlig gunstige vilkår av verdipapirer utstedt av selskapet. Opplysninger som nevnt i § 5-5 med tilhørende forskrifter, skal likevel være tilgjengelig for de ansatte på deres arbeidssted.

§ 5-5 Opplysninger i prospekt, annonser mv.

Prospektet skal inneholde de opplysninger som, avhengig av særlige forhold hos tilbyder og arten av de verdipapirer som tilbys, er nødvendig for at investorene skal kunne foreta en velfundert vurdering av utsteders aktiva og passiva, økonomiske stilling, resultater og utsikter og av rettigheter knyttet til de nevnte verdipapirer.

Enhver ny omstendighet eller vesentlig unøyaktighet som kan få betydning for vurderingen av verdipapirene, og som fremkommer mellom tidspunktet for offentliggjøring av prospektet og tidspunktet for tegningsperiodens endelige utløp, skal fremgå av et tillegg til prospektet. Tillegget skal sendes børsen i samsvar med §§ 5-7 og 5-8 og offentliggjøres uten ugrunnet opphold i samsvar med § 5-11.

Børsen kan kreve at prospekt utarbeides på norsk.

Departementet fastsetter nærmere krav til opplysninger i prospekt.

§ 5-6 Børsens dispensasjonsadgang

Børsen kan tillate at enkelte opplysninger utelates i prospekt

1. dersom opplysningene har liten betydning og ikke kan innvirke på vurderingen av utsteders aktiva og passiva, økonomiske stilling, resultater og utsikter,
2. dersom fremleggelsen av disse opplysninger er i strid med offentlighetens interesser,
3. dersom fremleggelse av disse opplysninger fører til at utstederen blir alvorlig skadelidende, forutsatt at unnlatelse av offentliggjøring ikke kan virke villedende på offentligheten med hensyn til realiteter og omstendigheter som er av vesentlig betydning for vurderingen av verdipapirene, eller
4. dersom tilbyder er en annen enn utsteder av verdipapirer som nevnt i § 1-2 annet ledd nr. 1 og 2, og det gjelder opplysninger vedkommende normalt ikke vil være i besittelse av.

§ 5-7 Børsens kontroll

Ved tilbud som gjelder verdipapirer som er eller søkes børsnotert, skal prospektet sendes børsen for kontroll senest en uke før tilbudet fremsettes.

Børsen skal påse at prospektet ikke inneholder villedende eller ufullstendige opplysninger om forhold som må tillegges vekt ved bedømmelsen av spørsmålet om å tegne eller erverve verdipapirene.

Annonser, kunngjøringer, m.v. som skal spres eller stilles til rådighet for offentligheten av tilbyder, skal på forhånd oversendes Børsen. Børsen skal avgjøre om dokumentene skal kontrolleres før de offentliggjøres.

Finner børsen at prospektet eller dokumenter som nevnt i tredje ledd, inneholder villedende eller ufullstendige opplysninger, eller at reglene i dette kapittel forøvrig ikke er fulgt, kan børsen nedlegge forbud mot at tilbudet gjennomføres. Slikt forbud kan også nedlegges dersom børsen anser det ulovlig å gjennomføre tilbudet etter annen lov eller forskrift. Ved avgjørelsen kan det tas hensyn til forhold som inntreffer etter at tilbudet er fremsatt. Børsen skal så snart som mulig gjennomføre kontrollen og meddele tilbyder resultatet av denne. Foretaksregisteret skal straks underrettes dersom aksjeemisjon ikke kan registreres.

Børsen kan meddele tilbyder at det ikke har innvendinger mot de innsendte dokumentene. Meddelelsen innebærer ingen godkjennelse av dokumentene, og er ikke til hinder for at børsen senere nedlegger forbud etter fjerde ledd.

Selv om det ikke er plikt til å utarbeide prospekt etter § 5-1, kan børsen etter anmodning fra tilbyder gjennomføre kontroll av prospekt etter denne bestemmelsen.

Børsen plikter å oppbevare innsendte dokumenter i 10 år.

§ 5-8 Registrering av prospekt

Ved tilbud som gjelder verdipapirer som ikke søkes børsnotert skal prospektet sendes børsen for registrering før det offentliggjøres.

§ 5-9 Gebyr

Kongen kan gi forskrift om at børsen kan kreve gebyr av tilbyder til dekning av utgifter ved kontroll som nevnt i § 5-7 og registrering som nevnt i § 5-8.

§ 5-10 Styrets ansvar

Et selskaps styre er ansvarlig for at prospektet fyller de krav som er fastsatt.

Selskapets styre skal avgi en erklæring om at opplysningene i prospektet så langt de kjenner til både er i samsvar med de faktiske forhold og at det ikke forekommer utelatelser som er av en slik art at de kan endre prospektets betydningsinnhold.

Prospektet skal underskrives av samtlige styremedlemmer.

§ 5-11 Offentliggjøring av prospekt mv.

Prospektet skal offentliggjøres senest dagen før tilbudet kan aksepteres.

Prospektet skal offentliggjøres ved at det stilles vederlagsfritt til disposisjon for allmennheten på tilbyders forretningskontor, på samtlige steder der akseptblankett er lagt ut, og på andre måter som børsen fastsetter. I tillegg skal prospektet eller en melding om hvor prospektet kan innhentes, innrykkes i en riksdekkende avis.

Fremsettes tilbud på annen måte enn nevnt i annet ledd skal det opplyses at meldingen er ufullstendig og om hvor prospektet kan innhentes. Akseptblankett kan bare legges frem sammen med fullstendig prospekt.

§ 5-12 Samordningsregler der tilbud fremsettes eller verdipapirene søkes børsnotert i flere EØS-stater

Kongen kan fastsette nærmere regler om utarbeidelse og kontroll med prospekt når det fremsettes tilbud om de samme verdipapirer i flere EØS-stater samtidig eller med korte mellomrom.

§ 5-13 Ugyldig tegning

Aksept av tilbud som nevnt i § 5-1 er ikke bindende dersom prospekt, annonser mv. som nevnt i § 5-7 inneholder villedende eller ufullstendige opplysninger om forhold som må tillegges vekt ved bedømmelsen av spørsmålet om å akseptere tilbudet. Hver av partene kan forelegge spørsmålet for børsen til avgjørelse.

Innsigelse om at en tegning av aksjer ikke er bindende, kan ikke fremsettes etter utløpet av den frist som er satt i aksjeloven § 2-5 siste ledd. Innsigelse om at tegning av andre verdipapirer ikke er bindende, må fremsettes uten ugrunnet opphold. Blir slik innsigelse fremsatt skal selskapet straks underrette børsen.

Kap. 6 Oppgjørssentral

§ 6-1 Vilkår for å drive virksomhet som oppgjørssentral (clearingsentral)

Virksomhet som oppgjørssentral kan ikke drives uten tillatelse fra Kongen.

Oppgjørssentral skal organsieres som aksjeselskap. Departementet kan gjøre unntak fra denne bestemmelsen.

Tillatelse etter første ledd kan nektes dersom aksjonær med betydelig eierandel i oppgjørssentralen ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket.

Oppgjørssentralen skal ha en kontrollkomité valgt av generalforsamlingen. Kontrollkomitéen skal føre tilsyn med sentralens virksomhet og påse at den følger lover, forskrifter og vilkår, samt vedtekter og vedtak truffet av selskapets besluttende organer. Generalforsamlingen skal fastsette instruks for kontrollkomitéen. Instruksen skal godkjennes av Kredittilsynet.

Kongen kan fastsette at utenlandsk oppgjørssentral som er gitt tillatelse til å drive oppgjørsvirksomhet under tilsyn av hjemlandets myndigheter, skal kunne drive oppgjørsvirksomhet i Norge uten hinder av reglene i denne paragraf.

§ 6-2 Oppgjørssentrals kapital

Oppgjørssentral skal ha en ansvarlig kapital som er forsvarlig i forhold til den virksomhet som drives.

Oppgjørssentral skal ha en ansvarlig kapital på minst 50 millioner kroner. Departementet kan fastsette hva som skal anses som ansvarlig kapital.

Et beløp tilsvarende minst halvparten av foretakets ansvarlige kapital skal til enhver tid bestå av innskudd eller ubetingede trekkrettigheter i kredittinstitusjon.

Departementet kan gjøre unntak fra reglene i første og annet ledd for oppgjørssentral som driver begrenset virksomhet.

Oppgjørssentral kan ikke eie underliggende finansielle instrumenter eller finansielle instrumenter den driver oppgjørsvirksomhet knyttet til, med mindre det er påkrevet for organiseringen av oppgjøret. Denne bestemmelse gjelder ikke for obligasjoner utstedt av EØS-stat.

§ 6-3 Oppgjørssentralens virksomhet

Oppgjørssentral skal organisere oppgjøret mellom partene og være ansvarlig for oppfyllelse.

Oppgjørssentral kan bare drive virksomhet som har naturlig sammenheng med utøvelsen av oppgjørsvirksomheten. Kredittilsynet kan gi pålegg om at tilknyttet virksomhet skal holdes adskilt fra oppgjørsvirksomheten.

§ 6-4 Beregning av sikkerhet

Oppgjørssentral skal løpende beregne og kreve sikkerhet for forpliktelser som sentralen er ansvarlig for.

Departementet kan ved forskrift eller enkeltvedtak pålegge oppgjørssentralen å kreve ytterligere sikkerhet når dette anses påkrevet og stille krav til hvem sikkerheten skal stilles av.

§ 6-5 Taushetsplikt

Ansatte, tillitsmenn og andre personer med bestemmende innflytelse i oppgjørssentral har taushetsplikt om det de under sin virksomhet får kjennskap til om andres personlige eller forretningsmessige forhold, med mindre noe annet er bestemt i lov eller forskrifter.

Kap. 7

§ 7-1 Tillatelse til å yte investeringstjenester

Investeringstjenester kan bare ytes av foretak som har tillatelse til dette fra Kongen.

Tillatelse kreves ikke for den virksomhet som utøves av Norges Bank, forvaltningsselskaper for verdipapirfond, forsikringsselskaper eller foretak med tillatelse til å drive virksomhet som opsjonssentral eller oppgjørssentral.

Tillatelse til å yte investeringstjenester kreves ikke der:

1. investeringstjenester bare ytes ved enkelte anledninger og er ledd i en yrkes-

virksomhet,
2. investeringstjenester bare ytes overfor selskap innen samme konsern,
3. investeringstjenesten bare består i å formidle ordre om verdipapirer og andeler i verdipapirfond til verdipapirforetak med tillatelse etter første ledd eller forvaltningsselskap for verdipapirfond, forutsatt at det ikke forestås oppgjør,
4. personer eller foretak som har som sin hovedvirksomhet å handle med råvarer seg imellom eller med produsenter eller profesjonelle brukere av slike varer, yter investeringstjenester kun til disse motparter og bare i det omfang som er nødvendig for å kunne utøve sin hovedvirksomhet,
5. investeringstjenester bare består i å forvalte en ordning for arbeidstakeres eierandeler, eller
6. andre enn verdipapirforetak deltar for egen regning som garantister for fulltegning av emisjoner i finansielle instrumenter.

§ 7-2 Vilkår for tillatelse

Tillatelse til å yte investeringstjenester kan gis til kredittinstitusjon eller til aksjeselskap.

Den som faktisk leder den virksomhet tillatelsen gjelder, skal ha relevant erfaring fra markeder for finansielle instrumenter to av de siste fem år før vedkommende tiltrer stillingen eller overtar den faktiske daglige ledelse. I tillegg skal daglig leder og eventuelt annen person som faktisk leder virksomheten ha ført en hederlig vandel og under sitt virke i handelen med finansielle instrumenter ha opptrådt i samsvar med god forretningsskikk.

Gis tillatelse til aksjeselskap gjelder følgende særregler:
1. selskapet skal ha forretningskontor og hovedkontor i Norge,
2. tillatelse kan nektes dersom et medlem av selskapets styre ikke oppfyller nødvendige krav til hederlig vandel og erfaring, og
3. tillatelse kan nektes dersom aksjonær med betydelig eierandel i selskapet ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket.

§ 7-3 Søknad om tillatelse

I søknad om tillatelse skal det opplyses om hvilke av tjenestene som nevnt i §§ 1-2 og 8-1 foretaket skal yte, og andre opplysninger av betydning for vurderingen av om tillatelse skal gis. Søknaden skal inneholde opplysninger som viser at de lovbestemte kravene i kap. 3 og 4 er oppfyllt. Konsesjonsmyndighetene kan be om ytterligere opplysninger.

Foretakets vedtekter, driftsplan og interne rutiner for organisering som nevnt i § 9-1 skal være vedlagt.

Dersom søkeren er:
1. datterforetak av et verdipapirforetak med tillatelse i en annen EØS-stat,
2. datterforetak av et hovedforetak for et annet verdipapirforetak med tillatelse i en annen EØS- stat, eller
3. kontrollert av de samme fysiske eller juridiske personer som kontrollerer et verdipapirforetak med tillatelse i en annen medlemsstat

kan tillatelse bare gis etter samråd med myndighetene i vedkommende EØS-stat.

Vedtak om tillatelse skal meddeles søker snarest mulig og senest seks måneder etter at søknaden ble mottatt. Dersom søknaden ikke inneholder de opplysninger som er nødvendig for å avgjøre om tillatelse skal gis, regnes fristen fra det tidspunkt slike opplysninger ble mottatt.

Verdipapirforetaket kan starte sin virksomhet umiddelbart etter at tillatelse er gitt.

§ 7-4 Endringer i aksjonærstrukturen

Erverv av betydelig eierandel i verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjon kan bare gjennomføres etter at melding om dette på forhånd er sendt til Kredittilsynet.

Melding til Kredittilsynet skal også foreligge før økning av betydelig eierandel som medfører at vedkommendes andel av aksjekapitalen eller stemmene når opp til eller overstiger 20 pst., 33 pst. eller 50 pst.

Kredittilsynet skal innen tre måneder fra den dag melding som nevnt i første og annet ledd er mottatt, nekte slikt erverv dersom vedkommende aksjonær ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av verdipapirforetaket.

§ 7-3 tredje ledd gjelder tilsvarende ved melding om erverv av eierandel dersom ervervet medfører at verdipapirforetaket blir erververens datterforetak eller kontrollert av vedkommende. Tre-måneders fristen etter denne paragrafs tredje ledd gjelder ikke i slike tilfeller.

Kredittilsynet kan sette frister for gjennomføring av erverv etter første og annet ledd.

Ved avhendelse av eierandel som medfører at eierandelens størrelse kommer under grensene som nevnt i første og annet ledd, skal det gis melding til Kredittilsynet.

Dersom en aksjonær med betydelig eierandel ikke har gitt melding til Kredittilsynet etter første eller annet ledd eller erverver aksjer i strid med Kredittilsynets vedtak etter tredje ledd, kan Kredittilsynet gi pålegg om at stemmerettighetene knyttet til aksjene ikke kan utøves.

Kredittilsynet gir nærmere regler om verdipapirforetakenes plikt til å gi melding om foretakets aksjonærer som nevnt i denne paragraf.

§ 7-5 Avdelingskontor, filial m.v.

Verdipapirforetak skal gi melding til Kredittilsynet før det oppretter avdelingskontor i Norge. Kontoret skal ha en leder som oppfyller kravene i § 7-2 annet ledd.

Verdipapirforetak kan yte investeringstjenester i annen EØS-stat etter reglene i § 7-6. Verdipapirforetak kan etter tillatelse fra Kredittilsynet etablere filial eller datterselskap utenfor EØS-området.

Bestemmelsene i denne paragraf gjelder ikke for kredittinstitusjoner.

§ 7-6 Melding om virksomhet i annen EØS-stat

Verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjon og som ønsker å utøve virksomhet i annen EØS-stat, skal gi Kredittilsynet melding om dette.

Meldingen skal inneholde følgende opplysninger:

1. hvor foretaket har til hensikt å utøve virksomhet, og
2. en virksomhetsplan der det særlig angis hvilke investeringstjenester som skal ytes.

Melding om etablering av filial skal i tillegg inneholde følgende opplysninger:

1. hvordan filialen skal være organisert,
2. adresse i vertsstaten der dokumenter kan innhentes, og
3. navnene på de personer som utgjør filialens ledelse.

Ved melding om utøvelse av virksomhet direkte fra forretningssted i Norge skal Kredittilsynet innen en måned etter å ha mottatt meldingen, oversende den til vedkommende myndigheter i vertsstaten og underrette verdipapirforetaket om dette. Verdipapirforetaket kan fra dette tidspunkt yte de aktuelle investeringstjenester i vertsstaten.

Ved melding om etablering av filial i annen EØS-stat skal Kredittilsynet innen 3 måneder etter å ha mottatt meldingen, oversende den til vedkommende myndigheter i vertsstaten og underrette verdipapirforetaket om dette. Kredittilsynet skal også oversende opplysninger om eventuelle erstatningsordninger som har til formål å verne filialens kunder. Så snart vertsstatens myndigheter har gitt opplysninger om de vilkår som skal gjelde for foretaket, herunder reglene om god forretningsskikk, kan filialen etableres og starte sin virksomhet. Tilsvarende gjelder dersom det ikke er mottatt noen opplysninger fra vertsstatens myndigheter innen to måneder etter at de har mottatt melding fra Kredittilsynet.

Oversendelse til vertsstatens myndigheter etter femte ledd skal ikke foretas dersom Kredittilsynet har grunn til å betvile at verdipapirforetakets administrative organisering eller økonomiske stilling er god nok, tatt i betraktning den virksomhet som er planlagt. Kredittilsynets beslutning skal i tilfelle begrunnes overfor verdipapirforetaket innen tre måneder etter at Kredittilsynet har mottatt alle opplysninger i saken.

Ved endring av opplysninger gitt etter første til tredje ledd skal verdipapirforetaket gi skriftlig melding om dette til Kredittilsynet og vedkommende myndigheter i vertsstaten før endringen foretas. Der det er etablert filial i annen EØS-stat skal melding gis minst en måned før endring foretas.

Kredittilsynet skal underrette vertsstatens myndigheter dersom det foretas endringer i opplysninger som er gitt om eventuelle erstatningsordninger som har til formål å verne filialens kunder.

§ 7-7 Verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat

§§ 7-1 og 7-2 er ikke til hinder for at verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat yter investeringstjenester i Norge direkte fra forretningssted i annen EØS-stat eller gjennom filial. Slike foretak må være gitt tillatelse til å yte investeringstjenester og være underlagt tilsyn i hjemstaten. Dersom foretaket oppretter flere forretningssteder i Norge skal disse regnes som én filial.

Innen to måneder etter at Kredittilsynet har mottatt melding fra myndighetene i annen EØS-stat om etablering av filial etter første ledd, skal Kredittilsynet forberede tilsynet med foretaket og opplyse foretaket om de vilkår, herunder reglene for god forretningsskikk, som gjelder for utøvelsen av virksomhet i Norge. Filialen kan etableres så snart Kredittilsynet har gitt de nevnte opplysninger, eller senest to måneder etter at Kredittilsynet har mottatt meldingen.

Så snart Kredittilsynet har mottatt melding fra myndighetene i annen EØS-stat om utøvelse av grenseoverskridende virksomhet etter første ledd, skal Kredittilsynet opplyse verdipapirforetaket om de vilkår, herunder reglene for god forretningsskikk som gjelder for utøvelsen av virksomhet i Norge. Verdipapirforetaket kan yte de aktuelle investeringstjenester fra det tidspunkt Kredittilsynet har mottatt melding fra hjemstaten.

Ved endringer av opplysninger i meldinger Kredittilsynet mottar etter denne paragraf, gjelder § 7-6 syvende ledd tilsvarende for verdipapirforetakets plikt til å gi skriftlig melding til Kredittilsynet.

§ 7-8 Verdipapirforetak med hovedsete utenfor EØS

Verdipapirforetak med hovedsete utenfor EØS kan gis tillatelse av Kongen til å yte investeringstjenester i Norge gjennom filial. Slike foretak kan i særlige tilfeller også gis tillatelse til å yte tjenester i Norge direkte fra forretningssted utenfor EØS.

Foretaket kan gis tillatelse til å yte tilknyttede tjenester etter § 8-1 dersom det kan drive tilsvarende virksomhet i sin hjemstat.

Tillatelse etter første og annet ledd kan kun gis foretak som har tillatelse til å yte investeringstjenester og er underlagt betryggende tilsyn i hjemstaten.

§ 7-3 første og annet ledd gjelder tilsvarende for søknad om tillatelse etter første ledd.

§ 7-9 Verdipapirhandellovens anvendelse for utenlandske verdipapirforetak

For foretak som yter investeringstjenester i Norge etter § 7-7 gjelder bare følgende av bestemmelsene i denne lov:

1. kapittel 1 til 7,
2. §§ 8-4, 8-5 fjerde ledd, 8-6, 8-7 og 8-8 forsåvidt gjelder finansielle instrumenter notert på norsk børs eller utstedt av norsk foretak, samt § 8-13,
3. kapittel 9 med unntak av § 9-1 første og femte ledd,
4. kapittel 10, og
5. Kapittel 12.

For foretak med tillatelse etter § 7-8 gjelder bestemmelsene i denne lov, med unntak av:

1. § 7-4 dersom dette er bestemt av Kredittilsynet og tilsvarende regler følger av hjemlandets rett,
2. §§ 7-5 annet og tredje ledd, 7-6 og 7-7 samt kapittel 12, og
3. kapittel 11 dersom dette er bestemt av Kredittilsynet på bakgrunn av tilsynsavtale med hjemstatens myndigheter.

Kongen kan gjøre unntak fra denne paragraf der virksomheten er begrenset eller der foretakets virksomhet er regulert av tilsvarende bestemmelser fastsatt av myndighetene i foretakets hjemstat.

§ 7-10 Verdipapirhandellovens anvendelse for norske verdipapirforetaks filial i utlandet

Departementet kan gjøre unntak fra §§ 8-3 og 8-6 for ansatte i norsk verdipapirforetaks filial i utlandet, dersom dette anses nødvendig for foretaket på bakgrunn av konkurransemessige hensyn. Unntak kan bare gjøres der de ansatte er omfattet av eventuelle tilsvarende regler i vertsstaten. Det kan ikke gjøres unntak for handel i finansielle instrumenter notert på norsk børs eller utstedt av norsk selskap.

Departementet kan gjøre unntak fra § 8-7 for den virksomhet som drives i norske verdipapirforetaks filial i utlandet. Unntak kan bare gjøres dersom filialen er omfattet av eventuelle tilsvarende regler i vertsstaten og under forutsetning av at foretaket har tilstrekkelig sikkerhet for oppgjøret.

§ 7-11 Norsk fondsmeglertittel og betegnelsen fondsmeglerforetak

Betegnelsen fondsmeglerforetak kan bare benyttes av verdipapirforetak med tillatelse til å yte investeringstjenester som nevnt i § 1-2 første ledd nr. 1.

Betegnelsen fondsmegler kan bare benyttes av den som har gjennomført opplæring godkjent av bransjeorganisasjon utpekt av departementet.

Kap. 8 Virksomhetsregler

§ 8-1 Tilknyttede tjenester

Som tilknyttede tjenester regnes:
1. oppbevaring og forvaltning av finansielle instrumenter,
2. rådgivning med hensyn til foretaks kapitalstruktur, industriell strategi og lignende spørsmål,
3. tjenester i forbindelse med fusjoner og oppkjøp av selskaper,
4. tjenester tilknyttet fulltegningsgaranti,
5. investeringsrådgivning i forbindelse med finansielle instrumenter,
6. tjenester i tilknytning til valutavirksomhet når dette skjer i forbindelse med ytelse av investeringstjenester, eller
7. boksutleie.

Verdipapirforetak skal gi melding til Kredittilsynet før det tilbyr tilknyttede tjenester utover det som fremgår av tillatelse etter § 7-1 første ledd.

§ 8-2 Kredittgivning

Verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjon kan bare yte kreditt etter tillatelse fra Kongen. Kreditt kan kun ytes til kjøp av finansielle instrumenter som handles gjennom foretaket.

Foretak med tillatelse til å yte kreditt skal påse at det stilles betryggende sikkerhet for kreditten. Kreditten skal tilbakebetales i løpet av én måned etter at den er gitt.

Foretaket kan ikke yte kreditt til kunder dersom det foreligger særlige forhold som medfører risiko for at kunden ikke kan oppfylle sine forpliktelser.

Foretaket kan ikke yte kreditt på bedre vilkår enn de alminnelige vilkår foretaket ellers benytter, ved kreditt til:
1. styremedlem,
2. person som alene eller sammen med andre avgjør foretakets kredittsaker,
3. aksjeeier med minst tre prosent av aksjekapitalen,
4. ektefelle eller samboer til person som nevnt i punkt 1-3, eller
5. selskap der person som nevnt i punkt 1-3 har slik innflytelse som nevnt i aksjelovens § 1-2.

§ 8-3 Foretakenes adgang til å drive annen næringsvirksomhet

Verdipapirforetak kan utover det som følger av § 8-1, § 8-2 eller tillatelse til å drive finansieringsvirksomhet, ikke drive annen næringsvirksomhet uten at dette har naturlig sammenheng med utøvelsen av investeringstjenestevirksomheten.

Kredittilsynet kan i særlige tilfelle gjøre unntak fra første ledd. Et verdipapirforetak kan ikke:
1. ha ubegrenset ansvar i annet foretak,
2. ha eierandeler i og delta i driften av annen næringsvirksomhet, eller
3. ha slik innflytelse som nevnt i lov om aksjeselskaper § 1-2 i annet foretak dersom dette svekker verdipapirforetakets uavhengige stilling.

§ 8-4 Ansattes adgang til å drive næringsvirksomhet m.m.

Ansatte i verdipapirforetak som normalt har innsyn i eller arbeider med foretakets investeringstjenester må ikke være medlem av styre, bedriftsforsamling eller representantskap i foretak med finansielle instrumenter som er gjenstand for organisert omsetning eller forvaltningsselskap for verdipapirfond. Vedkommende må heller ikke ha slik innflytelse som nevnt i lov om aksjeselskaper § 1-2 i slikt selskap.

Kredittilsynet kan i særlige tilfelle gjøre unntak fra bestemmelsen i første ledd første punktum.

§ 8-5 Foretakets handel i finansielle instrumenter for egen regning

Med de begrensninger som følger av §§ 9-2 og 9-3, kan et verdipapirforetak bare kjøpe, selge eller tegne finansielle instrumenter for egen regning når:

1. handelen foretas som ledd i investeringstjenestevirksomhet, eller
2. handelen er ledd i foretakets alminnelige kapitalforvaltning.

For verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjon kan handel som nevnt i første ledd nr. 2 kun foretas i finansielle instrumenter notert på regulert marked. Foretaket skal gi Kredittilsynet melding om slik egenhandel etter nærmere regler fastsatt av Kredittilsynet.

Kredittilsynet kan i særlige tilfelle gjøre unntak fra annet ledd første punktum dersom finansielle instrumenter ønskes erververt til varig eie eller bruk for foretaket.

Ved salg av finansielle instrumenter verdipapirforetaket ikke eier, må foretaket ha tilgang til de finansielle instrumentene slik at rettidig levering er sikret på avtaletidspunktet.

§ 8-6 Ansattes adgang til å handle for egen regning

Ansatte i verdipapirforetak som normalt har innsyn i eller arbeider med foretakets investeringstjenester kan bare erverve finansielle instrumenter som nevnt i § 1-2 annet ledd nr. 1-3 for egen regning.

Dersom ansatte som nevnt i første ledd har ervervet finansielle instrumenter som nevnt i § 1-2 annet ledd nr. 1 og 3, kan disse avhendes tidligst 12 måneder etter ervervet.

Ansatte som nevnt i første ledd kan ikke finansiere kjøp av finansielle instrumenter ved lån opptatt med sikkerhet i egne finansielle instrumenter. Ansatte som nevnt kan heller ikke selge finansielle instrumenter vedkommende ikke eier eller låne finansielle instrumenter. De ansatte skal gi Kredittilsynet melding om egenhandel etter nærmere regler fastsatt av Kredittilsynet.

Reglene i denne paragrafs første til tredje ledd gjelder tilsvarende for kjøp, salg eller tegning ansatte foretar for regning av sin ektefelle, mindreårige barn eller personer som vedkommende lever sammen med i ekteskaplignende forhold, eller selskap hvor den ansatte, den ansatte ektefelle, mindreårige barn eller person som vedkommende lever sammen med i ekteskaplignende forhold, har slik innflytelse som nevnt i lov om aksjeselskaper § 1-2.

Kredittilsynet kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra annet og tredje ledd.

§ 8-7 Formidling av salg av finansielle instrumenter kunden ikke eier

Verdipapirforetak kan bare formidle salg av finansielle instrumenter kunden ikke eier dersom kunden har tilgang til de finansielle instrumentene og foretaket er sikret rettidig levering på avtaletidspunktet.

§ 8-8 Lån av finansielle instrumenter

Ved formidling av avtaler om lån av finansielle instrumenter skal verdipapirforetaket påse at det stilles betryggende sikkerhet for lånet. Sikkerheten skal minst tilsvare instrumentenes markedsverdi til enhver tid, med tillegg av en marginsikkerhet etter nærmere regler fastsatt av departementet.

Kravet til sikkerhetsstillelse etter første ledd gjelder tilsvarende dersom verdipapirforetaket låner ut finansielle instrumenter fra egen portefølje.

Låneavtaler etter første og annet ledd samt avtaler om verdipapirforetaks lån av finansielle instrumenter skal være standardiserte. Avtalene skal godkjennes av Kredittilsynet dersom de ikke inngås under medvirkning av en oppgjørssentral, som enten garanterer eller trer inn som part i avtalen. Kredittilsynet kan trekke godkjenningen tilbake dersom hensynet til sikker levering tilsier det.

Departementet gir forskrifter om oppgjørssentralens organisering og virksomhet, herunder krav til oppgjørsordningens innhold.

§ 8-9 Minstekrav til startkapital

Verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjon skal ha en startkapital på minst et beløp i norske kroner som svarer til 730.000 ECU. For foretak som i henhold til tillatelsen bare skal yte enkelte investeringstjenester, kan Kredittilsynet gi tillatelse til en lavere startkapital, men ikke lavere enn et beløp i norske kroner som svarer til 125.000 ECU.

Departementet kan fastsette i forskrift hva som skal regnes som startkapital.

§ 8-10 Kapitaldekningskrav

Verdipapirforetak skal til enhver tid ha en ansvarlig kapital som er forsvarlig ut fra risikoen ved og omfanget av den virksomhet foretaket driver, herunder den markedsrisiko og kredittrisiko foretaket påtar seg. For verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjon kan ikke den ansvarlige kapitalen i noe tilfelle være mindre enn de beløp som følger av § 8-9 første ledd.

Departementet fastsetter ved forskrift hva som skal anses som ansvarlig kapital, regler for beregningsgrunnlaget og hva som skal anses som forsvarlig dekningsgrad for de ulike typer risiko som er knyttet til den virksomhet foretaket driver etter denne lov.

Verdipapirforetak kan bare yte investeringstjenester dersom kravene til ansvarlig kapital er oppfylt. Departementet kan i særlige tilfeller og for en tidsbegrenset periode samtykke i at et verdipapirforetak kan ha lavere kapitaldekning enn fastsatt. Foretak som ikke oppfyller kravene i første ledd annet punktum, skal innstille sin virksomhet, med mindre forholdet rettes innne en frist fastsatt av Kredittilsynet.

§ 8-11 Høyeste engasjement med en enkelt kunde

Et verdipapirforetak kan ikke ha høyere samlet engasjement med en enkelt kunde enn det som til enhver tid er forsvarlig.

Departementet kan fastsette forskrift om høyeste samlede engasjement med en enkelt kunde, herunder om beregningsmåte for engasjement i og utenfor balansen.

Departementet kan gi bestemmelser om anvendelsen av grense for høyeste engasjement med en enkelt kunde også på engasjementer med to eller flere kunder, når bestemmende innflytelse eller økonomiske forbindelser mellom disse kan ha vesentlig betydning ved kredittvurderingen.

§ 8-12 Konsolideringsregler

Dersom verdipapirforetaket:
1. har et datterforetak som er verdipapirforetak, eller finansinstitusjon,
2. direkte eller indirekte har 20 pst. eller mer av stemmerettene eller kapitalen i foretak som nevnt i nr. 1, eller
3. har morselskap som ikke driver annen virksomhet enn å forvalte sine eierinteresser i konsernet

skal kravene i §§ 8-10 og 8-11 anvendes på konsolidert grunnlag.

Departementet kan gi nærmere regler om konsolidering, herunder om hva som skal regnes som datterforetak eller morselskap etter første ledd.

§ 8-13 Sikkerhetsstillelse

Verdipapirforetak skal ha en forsikring eller annen sikkerhet som dekker ansvar foretaket kan pådra seg ved utøvelsen av sin virksomhet.

Skadelidte kan kreve dekning direkte fra den som har stilt sikkerheten uten først å ha rettet kravet mot foretaket. Sikkerhetsstilleren kan ikke gjøre gjeldende andre innsigelser overfor skadelidte enn de innsigelser verdipapirforetaket selv har i forhold til skadelidte.

Departementet kan gi nærmere regler om forsikring eller annen sikkerhet etter denne bestemmelsen, herunder om sikkerhetens størrelse og dekningsfelt, hvem som skal anses som skadelidt og hvordan verdipapirforetaket og sikkerhetsstilleren skal behandle krav som kreves dekket av sikkerheten.

Departementet kan bestemme i hvilken grad reglene om sikkerhet skal gjelde for kredittinstitusjoner eller utenlandske foretak som yter investeringstjenester i Norge. Departementet kan bestemme at enkelte grupper av investorer eller enkelte typer krav ikke behøver å være dekket av sikkerheten.

Kap. 9 Organisering av virksomheten m.m.

§ 9-1 Organisering av virksomheten

Verdipapirforetak skal innrette sin virksomhet slik at foretaket:
1. har gode administrasjons- og regnskapsrutiner, og kontroll- og sikkerhetsordninger, herunder stillingsinstrukser som særskilt regulerer ansvarsfordelingen mellom daglig leder og andre ledere av virksomheten,
2. har tilfredsstillende interne kontrollmetoder, som blant annet omfatter regler for personlige transaksjoner som foretas av foretakets ansatte,
3. oppbevarer finansielle instrumenter og midler tilhørende investorene atskilt fra foretakets egne midler og for øvrig treffer tilfredsstillende tiltak med sikte på å verne investorenes rettigheter og forhindre at verdipapirforetaket benytter investorenes midler for egen regning,
4. sørger for at det blir ført en liste over utførte transaksjoner som skal være minst så fyllestgjørende at Kredittilsynet kan kontrollere om de tilsynsregler tilsynet har ansvar for, er overholdt; slike lister skal oppbevares i det tidsrom Kredittilsynet fastsetter, og
5. er oppbygd og organisert på en slik måte at risikoen for interessekonflikt mellom foretaket og dets kunder eller foretakets kunder seg imellom begrenses til et minimum.

Ved opprettelse av en filial kan organisasjonsmåten ikke være i strid med de

regler for god forretningsskikk som vertsstaten har fastsatt med hensyn til interessekonflikter.

Foretaket skal ha interne instrukser for de ansattes adgang til å være medlem av styre, bedriftsforsamling eller representantskap eller ha slik innflytelse som nevnt i lov om aksjeselskaper § 1-2 i selskaper. Slike instrukser skal også omfatte styremedlemmer som har slik innflytelse i verdipapirforetaket som nevnt i lov om aksjeselskaper § 1-2. Tilsvarende instrukser skal utarbeides for tilfeller der det er gitt dispensasjon etter § 4-4 annet ledd.

Foretaket skal ha interne rutiner for krav til og beregning av sikkerhet ved formidling og inngåelse av avtaler etter § 8-8 første og annet ledd, samt ved kredittgivning etter § 8-2.

Foretaket skal ha interne instrukser for taushetsplikt etter § 9-8, herunder for utveksling av informasjon mellom ulike deler av virksomheten.

Styret og daglig leder skal utarbeide interne retningslinjer og instrukser i samsvar med første til fjerde ledd.

Departementet kan i særlige tilfeller fastsette utfyllende regler om krav til foretakenes interne retningslinjer og instrukser.

§ 9-2 God forretningsskikk

Verdipapirforetak skal utøve sin virksomhet i samsvar med de vilkår som er satt for tillatelsen, øvrige bestemmelser som gjelder for utøvelsen av dets virksomhet samt god forretningsskikk. Foretaket skal herunder påse at kundenes interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte ved at det:

1. opptrer ryddig og korrekt i utøvelsen av sin virksomhet, herunder utfører mottatte oppdrag med tilbørlig omhu og hurtighet,
2. utviser den nødvendige kompetanse, omhu og interesse i sin opptreden,
3. har og effektivt benytter de ressurser og de fremgangsmåter som er nødvendig for å kunne utøve virksomheten på en god måte,
4. sørger for å få nødvendige opplysninger om kundenes identitet, økonomiske stilling og investeringserfaring,
5. på en egnet måte gir de nødvendige opplysninger under forhandlingene med sine kunder, og
6. bestreber seg på å unngå interessekonflikter, og når det ikke lar seg gjøre, sørger for at dets kunder får en rimelig behandling.

Ved utførelse av ordre skal anvendelsen av første ledd nr. 1-6 vurderes på bakgrunn av investors profesjonalitet. Som investor regnes den som er opphavsmann til ordren.

Når særskilt kurs ikke er angitt i et oppdrag skal oppdraget utføres til en kurs som etter markedets stilling er rimelig.

Kunden skal gis den beste pris foretaket anser det kan oppnå på bakgrunn av tilgjengelig kursinformasjon, med mindre kunden forlanger at foretaket stiller en bestemt kurs eller vedkommende aksepterer en bestemt kurs når oppdraget gis.

Før foretaket påtar seg oppdrag eller yter investeringstjenester i tilfelle hvor foretakets egne interesser eller andre særlige grunner er egnet til å skape tvil om foretakets uavhengighet, skal oppdragsgiver eller andre interesserte parter gis de nødvendige opplysninger om forholdet.

Før et verdipapirforetak gjør forretninger med investorer skal det opplyse dem om hvilken dekning som gis under sikkerhetsstillelsen som nevnt i § 8-13.

Denne paragraf gjelder tilsvarende for foretakets ansatte og tillitsvalgte og for personer og foretak som har slik innflytelse i verdipapirforetaket som nevnt i aksjelovens § 1-2.

§ 9-3 Krav til god forretningsskikk ved egenhandel

Verdipapirforetak kan ikke foreta egenhandel som nevnt i § 8-5 første ledd nr. 2 i finansielle instrumenter det foreligger kundeordre på og der særskilt kurs ikke er angitt i ordren. Første punktum gjelder ikke dersom vedkommende som utfører handelen på foretakets vegne ikke kjente til, og heller ikke burde ha kjent til, at det forelå kundeordre.

Verdipapirforetaket kan ikke tre inn i avtalen med oppdragsgiveren dersom foretaket kan oppnå bedre betingelser for kunden ved kjøp eller salg i markedet på tidspunktet for behandling av oppdraget. Dersom verdipapirforetaket helt eller delvis har trådt inn som motpart i avtalen, skal kunden ved sluttseddelen opplyses om dette.

Første og annet ledd gjelder tilsvarende for ansattes egenhandel etter § 8-6.

§ 9-4 Handel i børsnoterte finansielle instrumenter

Verdipapirforetak skal straks melde til børsen transaksjoner knyttet til finansielle instrumenter børsnotert i Norge. Departementet kan fastsette nærmere regler om slik melding.

Et verdipapirforetak kan ikke utføre investeringstjenester som nevnt i § 1-2 første ledd nr. 1-3 i et finansielt instrument som er suspendert fra kursnotering på børs. Avtaler som er inngått før suspensjonstidspunktet og hvor prisen er fastsatt, kan likevel gjennomføres.

Verdipapirforetakets handel i finansielle instrumenter som nevnt i § 1-2 annet ledd nr. 4-7 som er børsnoterte, skal foretas under medvirkning av oppgjørssentral som nevnt i § 6-1. Denne bestemmelsen gjelder ikke for kjøpsretter til omsettelige verdipapirer utstedt på like vilkår, samtidig og i en gitt mengde.

§ 9-5 Verdipapirforetaks handel i derivater

Ved formidling av handel i finansielle instrumenter som nevnt i § 1-2 annet ledd nr. 4-7, skal verdipapirforetaket påse at foretaket har tilstrekkelig sikkerhet for oppfyllelse av sine forpliktelser.

Ved handel som foretas under medvirkning av norsk eller utenlandsk oppgjørssentral som driver virksomhet som nevnt i § 6-1, skal verdipapirforetaket påse at kunden stiller minst den samme sikkerheten som den oppgjørssentralen krever.

Første ledd gjelder tilsvarende for verdipapirforetaks handel for egen regning. Denne paragraf gjelder tilsvarende for verdipapirforetaks handel i varederivater.

§ 9-6 Handel i finansielle instrumenter som er registrert i Verdipapirsentralen

Verdipapirforetak skal registrere handler i VPS-registrerte finansielle instrumenter i Verdipapirsentralen samme dag som avtale inngås.

§ 9-7 Oppgaveplikt

Verdipapirforetak plikter å føre oppgaver over mottatte og utførte oppdrag som gir full oversikt over dets forretningsførsel. Kredittilsynet kan fastsette forskrift om verdipapirforetakenes oppgaveplikt.

§ 9-8 Taushetsplikt for verdipapirforetak og dets ansatte

Ansatte, tillitsmenn og personer med bestemmende innflytelse i verdipapirforetak har taushetsplikt om det de under sin virksomhet får kjennskap til om andres forhold, med mindre annet er bestemt i lov eller forskrifter gitt med hjemmel i lov.

Første ledd gjelder tilsvarende for enhver som utfører arbeid for verdipapirforetaket, selv om vedkommende ikke er ansatt i foretaket.

Handel i finansielle instrumenter gjennom verdipapirforetak

§ 10-1 Utførelse av oppdrag

Investeringstjenester som nevnt i § 1-2 første ledd nr. 1 skal utføres i verdipapirforetakets navn. Verdipapirforetaket er ansvarlig overfor oppdragsgiveren og den det slutter avtale med, for oppfyllelse av ordre det har utført. Verdipapirforetaket er ikke ansvarlig overfor oppdragsgiveren dersom oppdragsgiveren på forhånd har godkjent den annen part.

§ 10-2 Verdipapirforetaks forretningsvilkår

Verdipapirforetak skal utarbeide forretningsvilkår som minst regulerer følgende forhold:

1. i hvilken form de enkelte oppdrag skal gis,
2. oppdragets varighet,
3. tid og sted for levering og oppgjør, herunder hvilke erklæringer som skal anses som tilstrekkelig bekreftelse på levering og oppgjør,
4. verdipapirforetakets godtgjørelse, herunder om godtgjørelse kan tas i form av kurtasje eller fra kursdifferansen, hva foretaket kan kreve dersom handel ikke kommer istand, adgangen til å kreve dekning av utlegg, samt om og med hvem foretaket eventuelt deler godtgjørelse,
5. oppdragsgivers adgang til å gjøre gjeldende at avtalen eller noen av dens vilkår er i strid med oppdraget, herunder eventuelle frister for å gi melding til foretaket,
6. reklamasjon i tilfeller der det gjøres gjeldende at en avtale ikke er bindende, herunder virkningene av en reklamasjon for forholdet mellom den part som påberoper seg ugyldighetsreglene og investeringsforetaket, og
7. adgangen til å slutte dekningsavtale dersom levering av finansielle instrumenter ikke skjer rettidig, herunder bestemmelser om beregning av erstatning dersom dekningsavtale sluttes.

Ved etablering av forretningsforhold skal foretakets forretningsvilkår forelegges kunden. Det samme gjelder ved senere endringer i vilkårene.

§ 10-3 Innbyrdes forretninger

Har et verdipapirforetak mottatt oppdrag både om kjøp og salg av samme finansielle instrument, kan oppdragene utføres ved at foretaket selv foretar avtaleslutningen på vegne av oppdragsgiverne. Foretaket skal vareta begge oppdragsgiveres tarv med samme omhu, og fastsette prisen på de finansielle instrumentene på grunnlag av børskurs eller en kurs som etter markedets stilling er rimelig.

§ 10-4 Underretning om utførte oppdrag

Verdipapirforetaket skal ved sluttseddel eller på annen måte straks gi oppdragsgiveren underretning om avtale som er sluttet for vedkommendes regning.

Utførte oppdrag skal bekreftes ved sluttseddel. Kredittilsynet kan gi regler om sluttsedlers form og innhold.

§ 10-5 Verdipapirforetakets sikkerhetsrett

Verdipapirforetak har tilbakeholdsrett i de finansielle instrumenter som det har kjøpt for oppdragsgiver for så vidt gjelder krav som springer ut av oppdraget.

Betaler ikke oppdragsgiveren innen tre dager etter oppgjørsfrist, kan foretaket selge de finansielle instrumentene for oppdragsgiverens regning til dekning av sine krav, med mindre annet er avtalt.

Dekningssalg som nevnt i annet ledd skal foretas til børskurs eller en kurs som etter markedets stilling er rimelig.

§ 10-6 Alminnelige ugyldighetsregler

Ved kjøp eller salg av finansielle instrumenter gjennom verdipapirforetak gjelder de alminnelige regler om avtalers ugyldighet tilsvarende i forholdet mellom kjøperen og selgeren.

§ 10-7 Innsigelse ved forsinkelse

Dersom en part ikke har oppfylt sine plikter til den tid som er fastsatt i avtalen, må den annen part straks gi melding dersom han vil påberope forsinkelsen som grunnlag for å heve avtalen, med mindre annet er avtalt.

Om kontroll med verdipapirhandelen

§ 11-1 Kontroll med handelen i finansielle instrumenter

Tilsyn med handelen i finansielle instrumenter og med overholdelsen av lovgivningen om verdipapirhandelen forestås av departementet.

Kontroll med verdipapirforetaks, opsjonssentralers og oppgjørssentralers virksomhet, samt med overholdelse av denne lovs bestemmelser, skal føres av Kredittilsynet.

Dersom en børs har grunn til å anta at det i handelen med finansielle instrumenter er benyttet urimelige forretningsmetoder, opptrådt i strid med god forretningsskikk eller for øvrig handlet i strid med bestemmelsene i denne lov, skal dette meddeles Kredittilsynet.

§ 11-2 Opplysningsplikt

Verdipapirforetak, opsjonssentral og oppgjørssentral plikter å gi Kredittilsynet de opplysninger som måtte bli krevet om forhold som angår dets forretning og virksomhet. Foretaket plikter å fremvise og i tilfelle utlevere til kontroll oppgaver i henhold til § 9-7 og øvrige dokumenter som angår virksomheten.

Dersom det inntreffer forhold som medfører risiko for at foretak som nevnt i første ledd ikke vil kunne oppfylle de fastsatte kapitalkrav, eller det oppstår andre forhold som kan innebære stor risiko knyttet til driften av foretaket, skal foretaket straks opplyse Kredittilsynet om dette. Verdipapirforetak skal dessuten opplyse

Kredittilsynet om skifte av ledere som nevnt i § 7-2 annet ledd. For verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjon gjelder opplysningsplikten også ved endringer i sammensetningen av selskapets styre.

Kredittilsynet kan uten hinder av taushetsplikt kreve å få opplysninger det finner påkrevet i sin kontrollvirksomhet fra Verdipapirsentralen på den måten Kredittilsynet finner hensiktsmessig.

Et foretak som har utstedt finansielle instrumenter plikter å gi Kredittilsynet de opplysninger som Kredittilsynet anser nødvendig for å avgjøre om det har skjedd overtredelse av bestemmelser gitt i eller i medhold av denne lov vedrørende finansielle instrumenter utstedt av foretaket.

Dersom Kredittilsynet har konkret mistanke om overtredelse av § 2-1 første ledd eller § 2-4, kan enhver pålegges å måtte gi de opplysninger tilsynet krever, med mindre opplysningene er underlagt lovbestemt taushetsplikt. Opplysninger innhentet i medhold av forrige punktum kan bare brukes i den sak de er innhentet for. Den som begjæres avhørt har rett til å la seg bistå av advokat. Den som begjæres avhørt kan nekte å svare på spørsmål når svaret vil kunne utsette den avhørte eller noen vedkommende står i forhold til som nevnt i straffeprosessl. § 122 første og annet ledd, for straff eller tap av borgerlig aktelse.

Kredittinstitusjoner og finansieringsforetak plikter uten hinder av taushetsplikt å gi Kredittilsynet opplysninger om kunders konti når disse kreves i saker som nevnt i femte ledd.

Kredittilsynet skal gjøre de opplysningspliktige oppmerksom på opplysningspliktens omfang og begrensninger.

§ 11-3 Kredittilsynets taushetsplikt

Kredittilsynet har taushetsplikt etter lov av 7. desember 1956 nr. 1 om tilsynet for kredittinstitusjoner, forsikringsselskaper og verdipapirhandel m.v. (Kredittilsynet) § 7 første ledd.

Gir kontrollen grunn til å anta at det er utvist rettsstridig forhold i forbindelse med handel med finansielle instrumenter og dette har påført eller vil påføre noen tap, kan vedkommende underrettes om forholdet dersom dette er nødvendig for at han eller hun skal kunne vareta sine rettigheter overfor verdipapirforetaket. Tilsvarende gjelder dersom det ellers er grunn til å anta at noen er eller vil bli påført tap som følge av at denne lovs bestemmelser ikke er overholdt.

Taushetsplikten gjelder ikke overfor norsk børs, Verdipapirsentralen eller oppgjørssentral som nevnt i § 6-1 for forhold som er nødvendig for utførelsen av disse institusjoners lovbestemte oppgaver.

§ 11-4 Pålegg m.v.

Kredittilsynet kan gi foretak som nevnt i § 7-1 første ledd pålegg om retting dersom foretaket opptrer i strid med lov eller forskrift gitt med hjemmel i lov. Pålegg om retting kan også gis dersom verdipapirforetak opptrer i strid med interne retningslinjer og instrukser som nevnt i § 9-1. Tilsvarende gjelder dersom foretakets ledelse eller styre ikke oppfyller kravene til hederlig vandel og erfaring som fastsatt i § 7-2 annet og tredje ledd.

Første ledd gjelder tilsvarende dersom Kredittilsynet underrettes av tilsynsmyndigheter i annen EØS-stat om at et norsk verdipapirforetak har overtrådt regler som gjelder for foretakets virksomhet i vedkommende land. Kredittilsynet skal i tilfelle underrette vedkommende myndighet om hvilke pålegg som blir gitt.

Kredittilsynet kan forby verdipapirforetak å drive virksomhet som ikke anses tilfredsstillende regulert i lov, forskrift gitt med hjemmel i lov eller interne retningslinjer og instrukser som nevnt i § 9-1, når virksomheten kan påføre foretaket eller dets kunder uforsvarlig stor risiko. Kredittilsynet kan også gi pålegg om at slik virksomhet bare kan finne sted på bestemte vilkår.

§ 11-5 Tilbakekall av tillatelse

Kredittilsynet kan helt eller delvis tilbakekalle tillatelse til å yte investeringstjenester dersom verdipapirforetaket:

1. ikke gjør bruk av tillatelsen innen tolv måneder, gir uttrykkelig avkall på tillatelsen eller har opphørt å yte investeringstjenester i mer enn seks måneder,
2. har fått tillatelsen ved hjelp av uriktige opplysninger eller andre uregelmessigheter,
3. ikke lenger oppfyller de vilkår som ble stilt for tillatelsen, herunder kravene til ansvarlig kapital,
4. foretar alvorlige eller systematiske overtredelser av bestemmelser gitt i eller i medhold av lov,
5. gjør seg skyldig i mislige forhold som gir grunn til å frykte at en fortsettelse av virksomheten kan skade allmenne interesser, eller
6. ikke etterkommer pålegg gitt i medhold av § 11-4.

Dersom tillatelsen til et foretak som driver virksomhet i en annen EØS-stat tilbakekalles, skal vedkommende myndigheter i vertsstaten underrettes.

§ 11-6 Opplysningsplikt overfor børsen

Børsen kan kreve opplysninger fra verdipapirforetak, selskap og personer som kan ha betydning for spørsmål om tilbudsplikt og tilbud i samsvar med dette kapittel. Ved tilsidesettelse av opplysningsplikt gjelder § 13-1.

Kap. 12 Tilsyn med verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat

§ 12-1 Opplysningsplikt

Kredittilsynet kan til statistisk bruk pålegge verdipapirforetak som yter investeringstjenester i henhold til § 7-7 å avgi rapporter om sin virksomhet.

Kredittilsynet kan kreve de opplysninger fra verdipapirforetakene som anses nødvendige for å kontrollere at de regler som gjelder for virksomheten her i landet overholdes.

§ 12-2 Stedlig kontroll

Etter forutgående melding til Kredittilsynet kan vedkommende myndigheter i verdipapirforetakets hjemstat, i samarbeid med Kredittilsynet, foreta stedlig kontroll i filial etablert i henhold til § 7-7. Etter anmodning fra vedkommende myndigheter i hjemstaten kan Kredittilsynet foreta den nevnte kontroll.

Første ledd er ikke til hinder for at Kredittilsynet kan foreta den stedlige kontroll som anses nødvendig for å kontrollere at de regler som gjelder for filialens virksomhet her i landet overholdes.

§ 12-3 Pålegg om retting m.m.

Kredittilsynet skal gi verdipapirforetak som yter investeringstjenester i henhold til § 7-7 pålegg om retting, herunder opphør av virksomhet her i landet, dersom virksomheten drives i strid med lov eller forskrift.

Kredittilsynet kan treffe tiltak for å hindre nye overtredelser dersom pålegg etter første ledd ikke etterkommes.

Før Kredittilsynet gir pålegg etter første ledd, skal tilsynsmyndighetene i verdipapirforetakets hjemstat varsles, og gis anledning til å treffe tiltak for å bringe det lovstridige forhold til opphør.

Hvis det er nødvendig for å verne interessene til investorer og andre som mottar tjenester fra verdipapirforetaket, kan Kredittilsynet treffe nødvendige tiltak uten slikt varsel som nevnt i tredje ledd.

Dersom et foretak med hovedsete i annen EØS-stat har fått sin tillatelse tilbakekalt, skal Kredittilsynet treffe tiltak for å hindre at foretaket fortsatt yter investeringstjenester her i landet.

Kap. 13 Sanksjoner

§ 13-1 Daglig mulkt

Børsen kan ilegge foretak eller person som forsømmer sine plikter etter kapittel 4 en daglig mulkt som påløper inntil forholdet er rettet.

Børsen fastsetter mulktens størrelse. Mulkten tilfaller statskassen. Påløpt mulkt forfaller til betaling ved påkrav og kan inndrives ved utpantning.

§ 13-2 Vinningsavståelse

Dersom det er oppnådd vinning ved en uaktsom eller forsettelig overtredelse av denne lov, kan den som vinningen er tilfalt, pålegges helt eller delvis å avstå denne. Dette gjelder også når den som vinningen tilfaller, er en annen enn lovovertrederen. Kan størrelsen av vinningen ikke godtgjøres, fastsettes beløpet skjønnsmessig.

Dersom vinningen er tilfalt et selskap som inngår i et konsern, hefter selskapets morselskap og morselskapet i det konsern selskapet er en del av, subsidiært for beløpet.

Kredittilsynet kan utferdige forelegg på vinningsavståelse etter denne paragraf. Beslutning om å utferdige forelegg anses ikke som enkeltvedtak etter forvaltningsloven. Forelegget skal ha frist for vedtakelse på inntil to måneder. Vedtatt forelegg er tvangsgrunnlag for utlegg. Dersom forelegget ikke vedtas, kan Kredittilsynet innen tre måneder etter utløpet av vedtaksfristen reise sak mot vedkommende i den rettskrets der vedkommende kan saksøkes. Saken følger lov om rettergangsmåten for tvistemål. Megling i forliksrådet er ikke nødvendig.

Fradrag i kravet om vinningsavståelse skal gjøres for beløp som den ansvarlige ved dom blir tilpliktet å betale tilbake til den skadelidte. Det samme gjelder hvis vedkommende på forhånd har foretatt slik tilbakebetaling og godtgjør at tilbakebetaling har funnet sted.

Kravet om vinningsavståelse foreldes etter ti år. Forøvrig får reglene i lov 18. mai 1979 nr. 18 om foreldelse av fordringer anvendelse så langt de passer.

Dersom overtredelsen behandles av påtalemyndighetene eller retten etter lov 22. mai 1981 nr. 25 om rettergangsmåten i straffesaker, skal eventuelt krav om vinningsavståelse tas med som inndragningskrav etter straffeloven § 34.

§ 13-3 Straff

Med bøter eller fengsel inntil seks år, eller begge deler, straffes den som forsettlig eller uaktsomt overtrer § 2-1 første ledd. Med bøter eller fengsel inntil tre år, eller begge deler, straffes den som forsettlig eller uaktsomt overtrer § 2-4.

Med bøter eller fengsel inntil 1 år, eller begge deler, straffes den som forsettlig eller uaktsomt:

1. overtrer § 2-1 annet ledd eller § 2-2,
2. gir villedende eller uriktige opplysninger i prospekt, annonser mv. som nevnt i § 5-5, eller overtrer bestemmelsene i §§ 5-7 og 5-8,
3. overtrer § 6-1 første ledd eller § 6-5,
4. overtrer §§ 7-2, 7-10 eller 7-11,
5. overtrer §§ 8-2 til 8-8,
6. overtrer § 2-3 eller § 9-2, forutsatt at disse bestemmelsene er overtrådt gjentatte ganger eller at overtredelsen er grov,
7. overtrer §§ 9-2 til 9-6,
8. overtrer §§ 10-1 og 10-3, eller
9. overtrer §§ 11-2 og 11-4.

Med bøter straffes den som forsettlig eller uaktsomt overtrer § 3-1 og 3-2.

Medvirkning straffes på samme måte.

Påtale finner sted bare når allmenne hensyn krever det. Straffbar overtredelse av § 2-1 første ledd anses som forbrytelse, forøvrig anses straffbar overtredelse som forseelse.

Vedlegg 1

Amerikanske verdipapirregler ved Erik T. Huitfeldt

Oversettelse fra engelsk

Historisk utvikling av verdipapirreglene

Verdipapirhandelen ble først regulert individuelt i de forskjellige delstatene ved århundreskiftet. Lovene i disse delstatene, såkalte «blue sky laws», tok sikte på å beskytte investorer mot selgere av «tomter i himmelen den blå». Ca. 50 år senere ble det vedtatt en ensartet verdipapirlov som kombinerte forskjellige deler av delstatenes lovgivning. De fleste delstatene har nå innført denne verdipapirloven som egen delstatslov, slik at bestemmelsene som regulerer verdipapirhandelen er sammenlignbare i de 50 delstatene.

Føderal regulering av verdipapirhandelen ble innført under president Roosevelt. Lovgivningen omfatter tre sentrale emner: (1) De forskjellige institusjonene skulle virke i henhold til visse «ideelle» begreper, det vil si at styremedlemmene skulle kunne stilles til ansvar med mindre de utviste aktsomhet, og personer med tillitsverv skulle holdes ansvarlig for oppfyllelsen av vervet, (2) landets økonomi skulle beskyttes mot den risiko som ligger i verdipapir-handelen, og (3) det skulle sikres tilfredsstillende opplysninger.

Verdipapirloven av 1933 ble vedtatt som reaksjon på Sammenbruddet i 1929 og den Store Nedgangskonjunktur, og trakk opp den føderale regjeringens rolle i å beskytte investorer. Loven av 1933 var i det vesentlige et system med offentlig konsesjon. Aksjeselskaper kunne beholde sin konsesjon fra delstaten, men måtte også overholde forskjellige føderale bestemmelser for å kunne selge verdipapirer til allmenheten eller drive meglervirksomhet eller fondsforvaltning. De føderale bestemmelsene ble basert på britisk tankegang om tilfredsstillende opplysninger i stedet for mer restriksjonsorienterte «blue sky laws». Dette ga borgerne frihet til å foreta sine egne investeringer, men med fordelen å kunne få vite hva de gikk til.

Definisjon av verdipapir

Ifølge loven av 1933 er «verdipapir» definert i sin alminnelighet som «gjeldsbrev, aksje, statskasseveksel, offentlig obligasjon, privat obligasjon, gjeldsbevis, rentebrev eller andel i avtale om overskuddsdeling, pantobligasjon, tegningsbrev, omsetningsaksje, fondsbevis, investeringskontrakt, deponeringsbrev, ideelle andeler i olje-, gass- eller andre mineralrettigheter, eller i sin alminnelighet enhver andel eller dokument som vanligvis forstås som et»verdipapir«, eller andel i midlertidig attest eller kvittering eller garanti som gir rett til å tegne eller kjøpe ovennevnte verdipapirer». Spørsmål om fortolkning av denne definisjonen dreier seg vanligvis om tre forskjellige papirer: (1) Et papir som teknisk kalles en «aksje» eller «gjeldsbrev» men som ikke er utstedt for investeringsformål, (2) spesielle former for investeringspapirer utstedt av finansielle institusjoner, f.eks. forsikringsselskaper eller kredittforeninger, og (3) papirer som tilkjennegir investeringer i forretningsforetak men som ikke har form av aksjer, gjeldsbrev eller andre tradisjonelle «verdipapirer».

(Kontrakter for fremtidig levering av verdipapirer er blitt utviklet og handlet på varebørsene istedenfor på fondsbørsene. Da definisjonen av «varer» i den ameri-

kanske lov om terminhandel med varer omfatter verdipapirer, er slike «terminkontrakter» basert på enkelte verdipapirer og børsindekser regulert av Commodity Futures Trading Commission (CFTC) istedenfor SEC.)

En aksje kommer nesten alltid under definisjonen av verdipapir. Det foreligger noen begrensede unntak. En aksje i en aksjegård vil for eksempel ikke anses som et verdipapir fordi grunnen til å kjøpe den er utelukkende å erverve en rimelig bolig. Tilsvarende har domstolene anerkjent visse typer «gjeldsbrev» som noe annet enn verdipapirer, for eksempel et verdipapir sikret ved pantobligasjon på et privathus. På den annen side har salget av et foretak gjennomført ved overføring av alle aksjene i foretaket blitt ansett av Høyesterett som et salg av verdipapirer. I tillegg blir kjøps- og salgsopsjoner ansett som verdipapirer.

Den største vanskelighet med å avgjøre om en investering er et verdipapir oppstår når det ikke foreligger noen «aksje, gjeldsbrev, ...» eller papir som vanligvis oppfattes som et «verdipapir», i forbindelse med innhenting av kapital. I slike tilfeller blir papiret ansett som et verdipapir dersom investor investerer sine penger i et felles foretak og forventer et overskudd utelukkende fra andres arbeide.

De fleste særformer for investeringspapirer som utstedes av finansinstitusjoner, som livsforsikringspoliser, annuiteter og bankers depotbrev er uttrykkelig unntatt fra registreringsbestemmelsene (men ikke bedrageribestemmelsene) i de føderale verdipapirlovene.

Oversikt over de føderale lovene

De føderale verdipapirlovene forvaltes av Securities and Exchange Commission («SEC»). SEC er en uavhengig etat under ledelse av et styre på fem medlemmer (kommisjonen) oppnevnt av presidenten og godkjent av Senatet for tidsrom av fem år. Den forvalter bestemmelsene, utsteder forskrifter og treffer beslutninger. Virksomheten er hjemlet i syv beslektede lover. De første seks lovene ble vedtatt mellom 1933 og 1940, den syvende i 1970. De fleste er blitt stadig endret.

Verdipapirloven av 1933 regulerer utstedelse og omsetning av verdipapirer.

Lov om verdipapirhandel av 1934 dekker handel med verdipapirer etter at de er utstedt. Denne loven medfører kontinuerlig opplysningsplikt ved å kreve at alle verdipapirer som handles på børser blir registrert. Kravet om registrering omfatter visse verdipapirer som handles på OTC-markedet, f.eks. aksjer som innehas av minst 500 personer og som er utstedt av et selskap med minst $ 5 mill. i bruttoformue.

Loven av 1934 gjelder anmodninger om fullmakter til å stemme, tilbud om overtagelse av foretak og ansvar for hurtig gevinst. En viktig side av loven av 1934 er ordningen med selvjustis under generell kontroll av SEC. Det foreligger for tiden fire slags organisasjoner med selvjustis:

- Amerikanske børser
- Den Amerikanske Meglerforening
- Registrerte clearing-sentraler
- Styret for kommunale verdipapirer

Lov om holdingselskaper innen gass og elektrisitet av 1935 gjelder holdingselskaper som leverer elektrisitet og gass og disses datterselskaper, og fastsetter normer for geografisk integrering og selskapsrettslig forenkling.

Lov om forvaltningsavtaler av 1939 supplerer loven av 1933 når en utstedelse omfatter gjeldsbrev. Ifølge loven må en forvaltningsavtale registreres hos og godkjennes av SEC. Loven pålegger forvalteren visse forpliktelser, særlig i tilfelle mislighold, og går ut på å sikre forvalterens uavhengighet både fra utstederen av gjelds-

brevene og garantistene. Investeringsselskapsloven av 1940 regulerer investeringsselskaper, en bransje som fortsetter å ekspandere og utvikle seg.

Samtidig med investeringsselskapsloven av 1940 vedtok Kongressen Lov om investeringsrådgivere av 1940. Loven krever registrering av alle investeringsrådgivere fra «investeringskonsulenter», som har både institusjonelle og individuelle investorer som sine kunder, til utgivere av forskjellige markedsbrev.

Til slutt kommer Lov om investorvern av 1970 som sikrer kunder mot meglers insolvens inntil $ 500.000 for hver konto. Loven sikrer inntil $ 100.000 når kravet går ut på kontanter i stedet for verdipapirer. Ifølge denne lov må alle meglere og forhandlere som er registrert hos SEC være medlemmer av et garantifond (SIPC). Dette er ikke en offentlig etat, men overvåkes av SEC.

For å klargjøre uoverensstemmelser mellom disse syv lovene og for å tette igjen diverse hull, ble en kodifisering foreslått for Representantenes Hus i 1980. Selv om forslaget ikke ble vedtatt, fikk det betydelig innflytelse på utviklingen av Verdipapirloven.

Tildeling av verdipapirer

Bestemmelsene om registrering og utstedelse av prospekter i Verdipapirloven av 1933 kan best forstås med bakgrunn i fremgangsmåten for tildeling av verdipapirer i USA. Det foreligger tre grunnformer for den såkalte garantistillelsen, med flere variasjoner:

i. Streng, «gammeldags» eller reservegaranti. Denne fremgangsmåte går ut på at emisjonshuset averterer verdipapirene og mottar søknader og tegninger på vegne av utstederen etter en kunngjort dato. Når et tilstrekkelig antall søknader er mottatt, skjer det en kunngjøring og listene «stenges». Utstederfirmaet kjøper så den del av verdipapirene som ikke er kjøpt av allmenheten og søker å selge disse papirene på egne vegne, som eier.
ii. Fast garanti. Her er fremgangsmåten at utstederen selger emisjonen direkte til en gruppe verdipapirfirmaer. Disse firmaene representeres av en eller flere ledere, hovedgarantister eller representanter, som så selger emisjonen med et påslag til en større «salgsgruppe» forhandlere. Forhandlerne selger så med nok et påslag til allmenheten. Ifølge Verdipapirloven av 1933 er det bare tillatt å føre forhandlinger mellom utstederen og garantisten før emisjonen registreres. Verdipapirer kan ikke tilbys allmenheten eller endog forhandlere som ikke er garantister før emisjonen er registrert.
iii. Beste garanti. Selskaper som ikke er godt innarbeidet kan ha vanskelig for å finne en garantist som vil påta seg risikoen med utstedelsen. Slike selskaper vil derfor vanligvis utstede sine verdipapirer gjennom firmaer som bare påtar seg å gjøre sitt beste. Denne form for utstedelse er til tider foretrukket også av selskaper som er så godt innarbeidet at de kunne klart seg uten garantister, fordi denne fremgangsmåten fører til lavere utstedelsesomkostninger.

Garantistene i USA har tradisjonelt vært spesialiserte banker. Ifølge Bankloven av 1933 kunne ikke forretningsbanker, forvaltningsselskaper eller andre selskaper som «mottar innskudd fra allmenheten» opptre som garantist etter at forretningsbanker og spesialbanker ble adskilt. Nylig har imidlertid praktiske reformer etter Bankloven gjort det mulig for forretningsbanker å garantere og forhandle verdipapirer gjennom datterselskap i begrenset utstrekning.

Bestemmelser om registrering og prospekter i loven av 1933

Loven av 1933 omhandler hovedsakelig tildeling av verdipapirer. Hovedbestemmelsen finnes i § 5 som krever tilstrekkelige og nøyaktige opplysninger i en «registreringserklæring» som kunngjøres 20 dager før verdipapirene selges. Garantister og forhandlere må forsyne investorer med et prospekt basert på opplysninger i registreringserklæringen. Det kan ikke utstedes noe tilbud om å selge verdipapirer før registreringserklæringen er blitt innsendt. I tidsrommet mellom registreringen og ikrafttredelsesdagen (vanligvis 20 dager), er det bare tillatt å fremsette muntlige tilbud eller tilbud ved prospekter som oppfyller lovens krav. Verdipapirer kan ikke selges eller leveres i dette tidsrom. Etter ikrafttredelsesdagen kan verdipapirer fritt selges, men et prospekt må ledsage alle postforsendelser av verdipapirer.

Registreringserklæringen består av to deler: Prospektet, som må leveres til samtlige kjøpere av verdipapirene, og Del II, bestående av opplysninger og bilag som ikke behøver leveres til kjøperne, men som er tilgjengelige for gjennomgåelse hos SEC. Grunnformen for registreringserklæringen er Formular S-1.

Tidligere bestemte SEC at registreringserklæringen kun skulle inneholde «konkrete» opplysninger, f.eks. beskrivelse av nåværende eller tidligere virksomhet og økonomiske oversikter for tidligere perioder. I dag blir emittentene oppfordret til også å ta med prosjekter, økonomiske prognoser og andre opplysninger om fremtiden.

Registreringen

En registreringserklæring trer automatisk i kraft 20 dager etter at den er innsendt til SEC. Når erklæringen har trådt i kraft, kan emittenten fritt selge verdipapirene til allmenheten. SEC har fullmakt til å suspendere eller forsinke ikrafttredelsen enten ved en «nektelse» eller ved en «stoppordre». Alle førstegangsregistranter, men bare ca. 5 pst. av flergangsregistranter, blir grundig kontrollert av SEC.

I mange år antok SEC at en emittent bare kunne registrere verdipapirer som han tok sikte på å selge straks, og ikke kunne registrere verdipapirer slik at de var klare for hurtig salg senere. SEC har endret sitt standpunkt via «hylleregistrering». Etter denne bestemmelse kan en emittent registrere verdipapirer for salg når som helst og over et tidsrom på inntil to år, og tilby dem på vilkår som fastsettes etter markedsforholdene og andre faktorer.

Tidsrommet før registrering

Tilbud om å selge eller kjøpe verdipapirer er forbudt før registreringserklæringen er innsendt. Dog kan foreløpige forhandlinger eller avtaler mellom emittent og garantister finne sted før registreringen. Organiseringen av salgsgruppen må imidlertid utsettes til registreringserklæringen er innsendt.

Emittenten kan, før registreringen, varsle om en forestående innbydelse. Varselet må gjøre det klart at innbydelsen bare skjer på basis av et prospekt og er begrenset til seks spesifikke former for informasjon. Varselet kan ikke oppgi kursen.

Ventetiden

I ventetiden (etter at registreringserklæringen er innsendt, men før ikrafttredelsen) kan verdipapirer tilbys men ikke selges. Salgskontrakter som inngås før ikrafttredelsen er ikke bare ugyldige, de er ulovlige.

Muntlige tilbud kan fremsettes når som helst etter registreringen selv om de ikke ledsages av prospekt. Det er videre tillatt å gi tilbud ved varsel, sirkulære eller

annonse med opplysning om hvor prospektet kan bestilles, med angivelse av verdipapiret, dets kurs, hvem som kan oppfylle bestillinger, og med andre opplysninger som SEC finner nødvendige eller forsvarlige. Slike annonser er vanligvis innrammet i sort, og kalles derfor «gravstensannonser».

Innbydelse kan også skje ved foreløpig prospekt som inneholder de lovbestemte opplysningene. Overskriften «Foreløpig prospekt» og en notis med lovbestemt tekst må fremgå i rødt på utsiden av omslagssiden.

Perioden etter ikrafttredelsen

Etter at registreringserklæringen er trådt ikraft, er garantister og forhandlere fri til å tilby og selge verdipapirene til allmenheten. Vanligvis må et prospekt utleveres (a) i forbindelse med salg av verdipapirer som er en del av garantistenes originale tildeling som ikke ennå er solgt til allmenheten, og (b) ved videresalg fra forhandler, for et bestemt tidsrom etter begynnelsen av tilbudet på verdipapirer solgt til allmenheten og kjøpt tilbake av forhandleren.

Unntak fra loven av 1933

Loven av 1933 unntar visse verdipapirsalg fra kravet om registrering. For eksempel er transaksjoner som foretas av en annen enn emittenten, garantisten eller forhandleren unntatt fra registreringskravet. Loven definerer hvert av disse begrepene. En garantist er den som kjøper verdipapirer fra emittenten med sikte på å utdele dem, eller tilbyr eller selger verdipapirer for en emittent i forbindelse med en tildeling. En emittent er den som «kontrollerer» verdipapirer, i betydningen «ha rett til å forestå ledelsen av en (juridisk) person, enten ved eiendomsrett til de stemmeberettigede verdipapirene, ved kontrakt eller på annen måte».

Ifølge lovens definisjon er det to slags transaksjoner som anses for å omfatte en garantist, selv om det ikke foreligger noen spesialbank eller andre som utøver den tradisjonelle garantifunksjonen i en formell tegningsinnbydelse.

1. Når en person som «kontrollerer» en emittent selger emittentens verdipapirer gjennom megler eller forhandler, kan megleren eller forhandleren således opptre som garantist; og
2. når en person har kjøpt verdipapirer direkte fra emittenten og deretter videreselger dem, kan den personen anses for å være garantist.

Et viktig unntak for en vanlig selskapsrettslig emittent som ønsker å reise kapital og unngå registrering er unntaket ifølge § 4(2) for emittentens transaksjoner som ikke omfatter noen offentlig tegningsinnbydelse, de såkalte «rettede emisjoner». Et mindre benyttet unntak foreligger for «små tilbud», men kravene her er strenge og forhindrer det fra å komme til anvendelse i de fleste transaksjoner.

«Forskrift D» er et nyere unntak fra registreringskravet og kommer til anvendelse dersom verdipapirene selges bare til «akkrediterte investorer», så som banker, forsikringsselskaper, velstående personer osv.

En annen ny bestemmelse er Regel 144A, som tillater ubegrenset videresalg av verdipapirer som aldri er blitt registrert etter loven av 1933, forutsatt at salget skjer til en spesifisert klasse «kvalifiserte institusjonelle kjøpere», dvs. institusjoner med mer enn $ 100 mill. i investeringer. Unntaket kan benyttes bare for verdipapirer som ikke handles på noen amerikansk børs eller i NASDAQ-systemet.

Erstatningsansvar for feilaktige opplysninger

Det er vesentlig at registreringserklæringen utarbeides omhyggelig og nøyaktig. Ifølge § 11 medfører det erstatningsansvar for emittenter som gir vesentlig feilaktige opplysninger eller unnlatelser i registreringserklæringen. Denne bestemmelse fastsetter hvem som har rett til å saksøke, hva de må bevise, hvem som kan holdes ansvarlig, og deres eksponering. Bestemmelsen regner også opp visse akseptable begrunnelser og tillater motkrav.

Bestemmelsen fastslår at dersom en registreringserklæring, på den tid den trer ikraft, «inneholder uriktige opplysninger av vesentlig betydning eller unnlater å opplyse om vesentlige forhold som pålegges å fremgå av erklæringen eller som er nødvendige for at innholdet av erklæringen ikke skal være villedende,» kan alle som har ervervet verdipapirer som er dekket av registreringserklæringen saksøke visse personer med krav på erstatning av differansen mellom kjøpesummen for verdipapiret (men ikke mer enn kursen ifølge innbydelsen) og kjøpesummen som kjøperen betalte eller (dersom han fortsatt eier papiret) dets verdi på den tid søksmålet ble anlagt.

Personer som kan holdes ansvarlige er (a) alle som har undertegnet registreringserklæringen, (b) alle styremedlemmer, (c) alle som har gått med på å bli oppnevnt til styremedlem eller vordende styremedlem, (d) alle revisorer, ingeniører, takstmenn eller andre eksperter som har gått med på å bli nevnt som delaktige i utarbeidelsen eller bekreftelsen av registreringserklæringen, og (e) alle garantistene. Alle disse kan holdes solidarisk ansvarlige.

§ 12 er en sekkebestemmelse som går ut på at enhver som tilbyr eller selger verdipapirer kan bli ansvarlig overfor kjøperen for feilaktige eller mangelfulle opplysninger under transaksjonen, uansett om verdipapiret kommer inn under registreringsbestemmelsene i loven av 1933.

Regulering av børsnoterte selskaper

Børsloven av 1934 sikrer allmenheten adgang til tilstrekkelige opplysninger om selskaper som noteres på børsen. Ifølge § 12 må emittenter som har verdipapirer notert på en amerikansk børs registreres hos SEC. I tillegg må selskap som har samlede aktiva på mer enn $ 5.000.000 og minst 500 aksjonærer registreres ifølge loven av 1934, selv om det ikke noteres på noen amerikansk børs.

Registrering etter loven av 1934 må holdes adskilt fra registrering etter loven av 1933. Et selskap som har registrert verdipapirer etter loven av 1934 må allikevel registrere særskilte tegningsinnbydelser etter loven av 1933. Grunnleggende krav til opplysninger omfatter årsberetning, kvartalsberetning og beretning for måneder hvor det skjer spesielle begivenheter.

Anmodning om stemmefullmakt

Et selskap registrert etter loven av 1934 må oppfylle visse krav for å kunne be om fullmakter fra sine aksjonærer. Detaljerte forskrifter fastsetter hvordan fullmakten skal formuleres og hvilke opplysninger som skal tilstilles aksjonærene. Før generalforsamling må et registrert selskap gi samtlige aksjonærer en «fullmakt» som inneholder de nødvendige opplysninger, og et fullmaktsformular hvor aksjonæren kan angi sin godkjennelse eller avslag på hvert av forslagene man regner med vil bli forelagt på generalforsamlingen. Gjenparter av fullmakten og fullmaktsformularet må registreres hos SEC på den tid de først postlegges til aksjonærene. SEC har ofte kommentarer til og forlanger endringer i fullmakten før den postlegges.

Oppkjøp av foretak

En kontrollerende posisjon som aksjonær i et børsnotert selskap, kan oppnås ved at kjøperen betaler kontant for aksjene eller at kjøperen utsteder egne verdipapirer i bytte, eller en kombinasjon av disse. Verdipapirer kan erverves ved privat transaksjon, ved kjøp gjennom megler i det åpne marked, eller ved å oppfordre aksjonærene i oppkjøpsobjektet til å tilby sine aksjer, enten til en fast kurs eller mot en pakke verdipapirer fra oppkjøperen. Dette kalles «overtagelsestilbud» eller «oppkjøpstilbud».

Når et oppkjøpstilbud omfatter et offentlig tilbud på verdipapirer i det kjøpende selskap i bytte med aksjer i oppkjøpsobjektet, må verdipapirene selvfølgelig først registreres etter loven av 1933. Ifølge endringsbestemmelser i loven av 1934 må et oppkjøpstilbud eller overtagelsestilbud oppfylle et antall ytterligere krav. En person (eller «gruppe») som blir eier av mer enn 5 pst. av aksjene registrert etter loven av 1934 må innen ti dager registrere både hos emittenten av verdipapirene og SEC, en erklæring som oppgir (a) vedkommende persons bakgrunn, (b) hvordan midlene benyttet for overtagelsen er ervervet, (c) formålet med overtagelsen, (d) antall aksjer som eies, og (e) eventuelle relevante kontrakter, ordninger eller forståelser.

Et oppkjøpstilbud må stå åpent i minst tyve dager, og i minst ti dager etter eventuelle endringer i vilkårene. Et tilbud må være åpent for alle innehavere av aksjeklassen som søkes kjøpt, og samme kurs må betales til alle selgende aksjonærer. Når tilbudet går ut på mindre enn alle aksjene og det overtegnes, må aksjene overtas forholdsmessig. Uttrykket «oppkjøpstilbud» defineres ikke i loven. Det fortolkes slik at det ikke omfatter kjøp i det åpne marked, selv om kjøpet tar sikte på å oppnå kontroll. Dog er det fortolket slik at det omfatter «alle offentlige innbydelser til et selskaps aksjonærer om å selge deres aksjer, selv om det ikke er et fiendtlig tilbud som ledelsen motsetter seg».

Domstolene har knesatt åtte faktorer som må tas i betraktning ved avgjørelsen av om en transaksjon er et oppkjøpstilbud: (1) Aktiv og utbredt oppfordring til aksjonærer, (2) tilbud om å overta en betydelig prosent av emittentens aksjer, (3) tilbud til overkurs, (4) vilkårene i tilbudet er faste og ikke gjenstand for forhandling, (5) tilbudet er betinget av at det oppnås et bestemt antall aksjer, (6) tilbudet står åpent bare for et begrenset tidsrom, (7) aksjonæren presses til å selge sine aksjer, og (8) offentlig meddelelse om oppkjøpsplan som ledsages av hurtig oppbygging av aksjer. Andre domstoler har imidlertid funnet at bestemmelsene om oppkjøpstilbud bare kommer til anvendelse når det er «en betydelig risiko» for at aksjonærene mangler de opplysninger de trenger for å foreta en forsvarlig vurdering av forslaget.

I tillegg til føderale lover har mer enn 30 delstater vedtatt lover for å regulere overtagelser av selskaper. Disse lovene begunstiger i betydelig grad ledelsen i selskapet som søkes oppkjøpt. Delaware og New York, de to statene som har det største antall selskaper på New York børsen har imidlertid vedtatt lover som ikke forhindrer en oppkjøper fra å erverve aksjer i oppkjøpsobjektet, men forbyr ham å fusjonere med det ervervede selskapet i et bestemt tidsrom etter ervervelsen. Dette gjør det umulig for oppkjøperen å benytte oppkjøpsobjektets midler til å finansiere oppkjøpet.

I tillegg til delstatenes regler har selskaper benyttet tradisjonell selskapsrett i delstaten til å etablere en rekke forsvarstiltak. Rettssaker om disse tiltakene har vanligvis fokusert på om ledelsen hadde rett til beskyttelse etter «regelen om forretningsvurdering» i sine forsøk på å avverge et oppkjøpstilbud. Domstolene i Delaware, hvor mange av disse sakene ble anlagt, utviklet en «forholdsmessighetsprøve», som gikk ut på at styret måtte påvise (a) «at de hadde rimelig grunn til å tro at det forelå fare for endringer i selskapets retningslinjer og effektivitet på grunn av

en annen persons aksjebesittelse», og (b) at «forsvarstiltaket var rimelig i forhold til trusselen».

Ansvar for hurtiggevinst

Den siste av bestemmelsene som gjelder selskaper med verdipapirer registrert etter loven av 1934 krever av alle som direkte eller indirekte eier mer enn 10 pst. av de registrerte verdipapirene, og alle tillitsmenn og styremedlemmer i selskapet som har registrerte verdipapirer, at de registrerer en melding hos SEC (a) når de oppnår slik status, og (b) ved utløpet av hver måned de erverver eller avhender aksjer i selskapet. Selskapet eller en innehaver av verdipapir kan reise sak med krav om «gevinsten» som er oppnådd av slik person ved kjøp og salg, eller salg og kjøp, av aksjer i selskapet innen et tidsrom på mindre enn seks måneder. Søksmål kan anlegges bare av emittenten eller innehaveren av et verdipapir som reiser sak på vegne av selskapet. Fordi ledelsen i et selskap sjelden vil reise sak mot selskapets aksjonærer, og den økonomiske fordel for den enkelte innehaver av verdipapir som reiser sak på emittentens vegne vanligvis er ubetydelig, vil hovedoppfordringen til å rette seg etter loven være honoraret som domstolen tilkjenner saksøkerens advokat fra gevinsten som tilflyter selskapet.

Regler mot svik

Et av de alvorligste misbruk av verdipapirmarkedet på den tid loven av 1934 ble vedtatt fant sted gjennom de såkalte «pools» (sammenslutninger) som drev opp kursen på verdipapirer ved en rekke godt beregnede transaksjoner, hvorpå de ble solgt til allmenheten like før kursen falt. Følgen var at §§ 9 og 10 (a) i loven ble vedtatt for å forby en rekke slike manipulasjoner med børsnoterte verdipapirer. § 9 er detaljert og beskrivende og tar sikte på å regulere konkrete tiltak, som nevnt nedenfor.

> «§ 9 (a) Det er ulovlig .....
> 1. i den hensikt å skape et uriktig eller villedende inntrykk av aktiv omsetning av et verdipapir .... eller et uriktig eller villedende inntrykk av markedet for et verdipapir, (A) å foreta en transaksjon med verdipapiret som ikke medfører noen endring i den faktiske eiendomsrett, eller (B) å plassere bestilling på kjøp av verdipapiret med kjennskap til at en bestilling på salg av verdipapiret i vesentlig samme omfang og til i det vesentlige samme kurs, er blitt eller vil bli plassert av eller for de samme eller forskjellige parter, eller ....
> 2. å foreta, alene eller sammen med andre, en serie transaksjoner med verdipapir .... som skaper faktisk eller tilsynelatende aktiv handel i verdipapiret eller hever eller senker kursen på verdipapiret, i den hensikt å forlede andre til å kjøpe eller selge verdipapiret.
> 3. Dersom en forhandler eller megler eller annen som selger eller tilbyr for salg eller kjøp et verdipapir, for å forlede noen til å kjøpe eller selge verdipapiret ... ved i alminnelig forretningsdrift å utbre opplysninger som går ut på at kursen på verdipapiret vil eller sannsynligvis vil stige eller falle på grunn av markedstiltak utført av en eller flere personer med sikte på å heve eller senke kursen på vedkommende verdipapir.»

Etter disse bestemmelsene er det ulovlig for en garantist eller annen som deltar i en «emisjon» å by på eller kjøpe verdipapirene. Det foreligger noen unntak. Denne regelen er beregnet på den vanlige faste garantien. Den kan vanskelig anvendes på uorganiserte «tildelinger», som for eksempel når en gruppe aksjonærer tar sikte på

å selge verdipapirer fra tid til annen til markedskurser via meglere eller forhandlere på børsen eller på OTC. «Stabilisering» er ikke tillatt i et slikt tilbud, men det kan være vanskelig å fastslå om det enkelte tilfelle kommer inn under bestemmelsen. I alminnelighet forstås en «emisjon» som ethvert tilbud som «karakteriseres ved størrelsen på innbydelsen og eksistensen av spesielle salgstiltak og salgsmetoder».

Det er tillatt etter loven for selskaper å kjøpe egne aksjer i det åpne marked til sikring av ansattes pensjonsordninger eller overskuddsandeler. Slike kjøp kan påvirke kursen på selskapets aksjer. På grunn av vanskeligheten med å formulere en regel som kunne regulere slik virksomhet valgte SEC å vedta en «trygg havn» regel, dvs. dersom et selskap oppfylte kravene etter regelen ville det anses for en lovlig transaksjon. Regelen om trygg havn krever at emittentens gjenkjøp (a) foretas gjennom bare én megler eller forhandler, (b) ikke skjer som åpningstransaksjon eller i siste børstime den dagen, (c) ikke foretas til en kurs som overstiger høyeste løpende uavhengige kjøpekurs eller siste uavhengige salgskurs, hvis dette er høyere, og (d) slike kjøp ikke tilsammen overstiger 25 pst. av gjennomsnittlig daglig omsetning i de siste fire ukene.

Regel 10b-5

§ 10(b) er generalbestemmelsen, beregnet på former for misbruk som ellers kunne omgå lovens bestemmelser. Regel 10b-5 fastslår:

> «Det er ulovlig direkte eller indirekte, ved handel mellom delstatene eller ved postverket eller ved bruk av børs,
> 1. å anvende en innretning, plan eller tiltak for å øve svik,
> 2. å avgi en uriktig erklæring om et vesentlig faktum eller å unnlate å oppgi et vesentlig faktum som er nødvendig for at erklæringen under de omstendigheter hvori den avgis ikke blir villedende, eller
> 3. å delta i handling, praksis eller forretningsvirksomhet som øver eller ville øve svik mot eller forledelse av en annen, i forbindelse med kjøp eller salg av verdipapirer.»

Den amerikanske høyesterett har antatt at det til overtredelse av regel 10b-5 kreves påvist at vedkommende opptrådte forsettlig. Kravet om forsettlighet oppfattes av noen domstoler som et krav ikke om at vedkommende opptrådte med hensikt, men at han bare opptrådte hensynsløst. Den omfattende betydning av uttrykket «svik mot eller forledelse av en annen» gir ikke bare investor krav på beskyttelse, men beskytter også selskap som er blitt forledet til å utstede aksjer mot utilstrekkelig vederlag.

Innsidehandel

En av de viktigste anvendelsene av regel 10b-5 er som sanksjon mot «innsidehandel» – kjøp eller salg basert på adgang til opplysninger som ikke er tilgjengelige i sin alminnelighet. Regelen forbyr transaksjoner på basis av «innside-opplysninger» i anonyme børstransaksjoner foruten i individuelle avtaler.

Overtredelse av forbudet mot innsidehandel er basert på seks kriterier. Det må foreligge (1) brudd på forpliktelse, (2) opplysningen må være vesentlig, (3) opplysningen må ikke være alment tilgjengelig, (4) bruddet må være begått av en innsider, (5) innsideren må ha opptrådt med forsett, og (6) det må foreligge årsakssammenheng.

Praksis går ut på at bruddet på forpliktelsen, dvs. sviket eller forledelsen, kan rette seg såvel mot selskapet opplysningene stammer fra som mot personen på den andre siden av markedet. Svik mot personen på den andre siden av markedet er

begrenset. Høyesterett har uttalt at «når svik anføres å være basert på manglende opplysninger, kan det ikke foreligge svik med mindre det forelå en plikt til å opplyse ... som skriver seg fra et tillitsforhold mellom partene i transaksjonen». Høyesterett uttalte videre at «en opplysningsplikt ifølge § 10(b) oppstår ikke som følge av at man innehar markedsopplysninger som ikke er allment tilgjengelige». Bruddet på forpliktelsen og således «sviket eller forledelsen» er derfor vanligvis rettet mot selskapet opplysningene skrev seg fra, gjennom en ansatts, meglers, advokats eller trykkers brudd på sin taushetsplikt, ved å tilvende seg fortrolige opplysninger fra sin arbeidsgiver. Men å handle etter en innsiders anbefaling som man tilfeldigvis overhører utgjør ikke ulovlig innsidehandel.

Opplysningene anses for vesentlige etter regelen hvis det er opplysninger som kan påvirke vurderingen hos rimelige investorer, herunder «spekulative» såvel som «konservative» investorer. Opplysningene anses for ikke allment tilgjengelige «før nyhetene rimeligvis kunne forventes å meddeles i media med størst utbredelse». Dette innebærer at opplysningene ikke er allment tilgjengelige når de bare danner et rykte innen finansnæringen eller straks etter at selskapet har offentliggjort opplysningene. En person anses for å være «innsider» hvis han eller hun er tillitsmann, styremedlem eller større aksjonær. Definisjonen av «innsider» strekker seg imidlertid lengre, og omfatter alle som mottar vesentlige opplysninger fra et selskap. Den som mottar innside-opplysninger og handler deretter må enten selv ha tilvendt seg opplysningene eller i hvert fall ha visst eller hatt grunn til å vite at opplysningene ikke var allment tilgjengelige og var blitt meddelt ved brudd på taushetsplikten. Det er tilstrekkelig å påvise at innside-opplysningene var «en faktor» i beslutningen om å kjøpe eller selge verdipapirene.

I de 50 år som er gått siden regel 10b-5 ble vedtatt, har den medført utallige rettssaker med SEC og private. Siden 1975 har det mer konservative flertallet i Høyesterett brått omgjort den tidligere brede fortolkning av regelen og har gått inn for en snevrere fortolkning. Man bør ha dette i tankene når man vurderer regelen fordi loven om innsidehandel har utviklet seg primært på basis av rettspraksis.

Vedlegg 2

Børsforskrift av 17. januar 1994 del V og VI

Børsforskrift.

Fastsatt av Finans- og tolldepartementet 17. januar 1994 med hjemmel i lov 17. juni 1988 nr. 57 om verdipapirbørs (børsloven) §§ 1–6, 3–3 første ledd, 3–5, 4–1, 4–3 tredje ledd, 4–4 annet ledd, 4–6 annet ledd, 4–7, 4–9, 4–10 fjerde ledd, 4–11 tredje ledd, 5–1, 6–2, 6–3, 6–4 annet ledd, 6–5 annet ledd og lov 14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel § 9 femte ledd. Endret 9 feb 1995 nr. 116.

Del V. Prospekter for aksjer

Kap. 14 Alminnelige regler

§ 14–1. Prospektets formål

Prospekt utarbeidet etter denne forskrift del V skal opplyse om alle forhold som, avhengig av særlige forhold hos utsteder, er nødvendige for at investorene og deres investeringsrådgivere skal kunne foreta en velfundert vurdering av selskapets aktiva og passiva, økonomiske stilling, resultater og utsikter, og av rettigheter knyttet til aksjene. Prospektet skal ikke inneholde villedende eller ufullstendige opplysninger om forhold som må tillegges vekt ved bedømmelsen av spørsmålet om å erverve eller tegne aksjer i selskapet.

§ 14–2. Styrets ansvar

Selskapets styre er ansvarlig for at prospektet fyller kravene etter denne forskrift. Selskapets styre skal avgi en erklæring om at opplysningene i prospektet så langt de kjenner til er i samsvar med de faktiske forhold, og at det ikke forekommer utelatelser som er av en slik art at de kan endre prospektets betydningsinnhold. Prospektet skal underskrives av samtlige styremedlemmer.

§ 14–3. Dispensasjon og adgang til å kreve ytterligere opplysninger

Børsen kan for det enkelte tilfellet samtykke i at det gjøres unntak fra kravene til prospektets innhold etter denne forskrift, herunder hvor:

a) opplysningene har liten betydning og ikke kan innvirke på vurderingen av utstederens aktiva og passiva, økonomiske stilling, resultater og utsikter, eller
b) offentliggjøring av disse opplysninger vil være i strid med offentlighetens interesse eller føre til at utstederen blir alvorlig skadelidende, i siste tilfelle forutsatt at unnlatelse av offentliggjøring ikke kan virke villedende på offentligheten med hensyn til realiteter og omstendigheter som er av vesentlig betydning for vurderingen av de aktuelle aksjer. Reglene i § 25–2 tredje ledd gjelder tilsvarende.

Børsen kan for det enkelte tilfellet stille ytterligere krav til innholdet av prospektet hvis det finnes nødvendig for å ivareta de hensyn som er nevnt i § 14–1.

§ 14–4. Kontroll av prospekt

Børsstyret skal kontrollere ethvert prospekt utarbeidet i henhold til denne forskrifts del V, samt tegningsinnbydelser og annet tegningsmateriale som utarbeides, før de nevnte dokumenter skal kunne offentliggjøres.

Annonser, kunngjøringer, oppslag og dokumenter som kunngjør innbydelsen til tegning eller børsnoteringen av aksjene og opplyser om aksjenes karakteristika, og alle andre dokumenter som gjelder innbydelsen til tegning eller børsnoteringen og er ment å offentliggjøres av selskapet eller på dets vegne, skal på forhånd oversendes børsen. Børsen skal avgjøre om dokumentene skal kontrolleres før de offentliggjøres. Ovennevnte dokumenter skal opplyse om prospektet og angi hvor det er offentliggjort eller skal offentliggjøres i henhold til § 14–5.

Børsstyret skal avslutte kontrollen snarest, og senest en uke etter at det endelige prospekt, tegningsinnbydelse og annet tegningsmateriale er mottatt.

Børsen skal gi skriftlig meddelelse til selskapet om resultatet av kontrollen.

§ 14–5. Offentliggjøring av prospekt

Prospektet skal offentliggjøres ved at det stilles vederlagsfritt til disposisjon for allmennheten på selskapets forretningskontor, på børsen, ved samtlige autoriserte fondsmeglerforetak og på andre måter som børsen fastsetter.

I tillegg skal enten det fullstendige prospekt eller en melding om hvor offentligheten kan skaffe seg prospektet innrykkes i en riksdekkende avis så raskt som mulig.

§ 14–6. Tillegg til prospekt

Enhver ny vesentlig omstendighet og enhver vesentlig unøyaktighet som kan få betydning for vurderingen av aksjene, og som fremkommer eller oppdages mellom tidspunktet for offentliggjøring av prospektet og det tidspunkt da aksjene tas opp til notering, skal tas med i et tillegg til prospektet som skal godkjennes av børsen i samsvar med § 14–4, og offentliggjøres og annonseres uten ugrunnet opphold i samsvar med § 14–5.

§ 14–7. Samordningsregler

1. Når et selskap samtidig eller med korte mellomrom søker om opptak til offisiell notering av selskapets aksjer på fondsbørser som er beliggende eller utøver virksomhet i flere EØS-stater, herunder i den stat der selskapet har sitt forretningskontor, skal prospekt i samsvar med reglene fastsatt i Rdir 80/390/EØF utformes i den EØS-stat der selskapet har sitt forretningskontor, og godkjennes av vedkommende myndighet der. Dersom utsteders forretningskontor ikke er beliggende i en av disse EØS-stater, skal selskapet blant de aktuelle stater velge den stat etter hvis lovgivning prospektet skal utformes og godkjennes.

Med forbehold for en eventuell oversettelse, skal slikt prospekt godkjennes som et prospekt i henhold til § 2–2. Børsen kan likevel kreve at det i prospektet tilføyes opplysninger som er spesifikke for det norske markedet, særlig om inntektsskattordningen, om de finansinstitusjoner som skal fungere som betalingsagent for utsteder i den aktuelle staten, og om hvordan meldinger til investorene skal offentliggjøres.

2. Når et selskap søker om opptak til offisiell notering av selskapets aksjer og det er utarbeidet et offentlig prospekt for disse aksjene som er godkjent i en hvilken som helst EØS-stat i samsvar med Art. 7, 8 eller 12 i Rdir 89/298/EØF innenfor en periode på tre måneder før søknad om opptak, godkjennes dette, med forbehold om

eventuelt oversettelse, som et prospekt i henhold til § 2–2. Børsen kan likevel kreve at det i prospektet skal tilføyes opplysninger som gjelder spesielt for det norske markedet, især om beskatning av inntekter, finansinstitusjoner som skal fungere som betalingsagent for utsteder i vedkommende stat og om hvordan meldinger til investorer skal offentliggjøres.

Denne forskrifts § 14–6 får anvendelse for alle endringer som finner sted fra det tidspunkt da innholdet i prospektet fastlegges, og til den offisielle notering begynner.

3. Et prospekt som er godkjent av vedkommende myndigheter i en EØS-stat som angitt i pkt. 1 og 2, godkjennes som prospekt i henhold til § 2–2, også om det er gitt delvis fritak eller dispensasjon i henhold til Rdir 80/390/EØF, forutsatt:

a) at denne type fritak eller dispensasjon kan gis også etter denne forskrifts bestemmelser, og
b) at de forhold som berettiger fritak eller dispensasjon foreligger også i Norge, og at det ikke foreligger andre vilkår for fritaket eller dispensasjonen som kunne føre til at børsen avslår fritak eller dispensasjon.

Selv om vilkårene i bokstav a) og b) ikke er oppfylt kan børsen godkjenne prospektet.

4. Når børsen godkjenner prospekt som angitt i denne paragraf pkt. 1 og 2 skal den sende et godkjennelsesbevis til vedkommende myndigheter i de andre EØS-stater der det er søkt om opptak til offisiell børsnotering. Dersom det i henhold til Rdir 80/390/EØF er gitt delvis fritak eller dispensasjon, skal dette nevnes i beviset med en angivelse av begrunnelsen for fritaket eller dispensasjonen.

5. Når det søkes om opptak til offisiell børsnotering, skal selskapet sende vedkommende myndighet i hver av de andre EØS-statene der selskapetsøker om opptak, utkast til det prospekt selskapet har til hensikt å benytte i vedkommende stat.

6. Bestemmelsene i denne paragraf punkt 1, 3, 4 og 5 gjelder tilsvarende så langt de passer hvor det skal utarbeides prospekt i henhold til denne forskrifts § 18–1.

Kap. 15. Innholdet av prospekt for aksjer

§ 15–1. Generelle bestemmelser

Prospektet skal i tillegg til de opplysninger som skal gis i henhold til kap. 16, 17, 18 og 19 for h.h.v. introduksjons-, fusjons-, emisjons- og fisjonsprospekter inneholde de opplysninger som skal gis i henhold til dette kapittel.

Når enkelte av de opplysninger som skal gis viser seg å være lite hensiktsmessige i forhold til selskapets virksomhet eller rettslige form skal det utarbeides et prospekt som gir tilsvarende opplysninger, der de aktuelle punkter blir tilpasset.

Opplysninger som gis i en eventuell tegningsinnbydelse behøver ikke inntas i prospektet dersom tegningsinnbydelsen medfølger eller trykkes i prospektet.

§ 15–2. Opplysninger som skal inntas

Følgende opplysninger skal inntas i prospektet:

1. Alminnelige opplysninger om selskapet og selskapets kapital.

1.1	Alminnelige opplysninger om selskapet.-
1.1.0	Firma, forretningskontor og hovedkontor dersom dette er forskjellig fra forretningskontoret.-
1.1.1	Selskapets vedtekter, herunder angivelse av selskapets vedtektsfestede formål med henvisning til den aktuelle bestemmelse i vedtektene.-
1.1.2	Foretaksnummer i Foretaksregisteret.-
1.1.3	Inngår selskapet i et konsern eller i en gruppe som er knyttet sammen gjennom eierinteresser eller felles ledelse, skal det gis en oversikt over konsernets og/eller gruppens oppbygging og eierforhold og selskapets rolle i konsernet og/eller gruppen, herunder en oversikt over avdelinger og filialer.-
1.1.4	Når selskapet ble stiftet og hvor lenge den virksomhet selskapet driver har vært drevet. Angivelse av varigheten dersom selskapet skal bestå i et begrenset tidsrom.-
1.1.5	Gjeldende lovgivning for selskapets virksomhet og den juridiske form som er valgt innenfor rammen av denne lovgivning.-
1.1.6	Angivelse av hvor dokumenter som prospektet viser til er lagt ut til gjennomsyn.-
1.2	Alminnelige opplysninger om aksjekapital og ansvarlig kapital.-
1.2.0	Selskapets aksjekapital og aksjenes pålydende og antall. Er det flere aksjeklasser, skal antallet klasser og det antall aksjer som hører til hver klasse, angis. Ulikhetene ved aksjeklassene skal angis.-Den del av den tegnede kapital som ennå ikke er innbetalt med angivelse av hvor mange aksjer det dreier seg om, eller deres samlede pålydende verdi, samt aksjetype eventuelt oppdelt etter hvor mye som er innbetalt.-Har selskapet vedtatt å øke aksjekapitalen skal tilsvarende opplysninger gis vedrørende vedtakets innhold.-
1.2.1	Er styret gitt fullmakt til å forhøye aksjekapitalen som ikke er benyttet, skal følgende opplyses:- – Det beløp fullmakten gjelder, det tidspunktet fullmakten ble gitt og når den opphører.- – Om styret har fullmakt til å fravike aksjonærenes fortrinnsrett. Det skal i tilfelle gis nærmere opplysninger om hvem som skal gis tilbud om å tegne de nye aksjene og hvilke betingelser og nærmere bestemmelser som forøvrig gjelder for kapitalforhøyelsen.- – Om fullmakten er delvis benyttet.- – Om generalforsamlingen har gitt styret instruksjoner om benyttelse av fullmakten og i tilfelle innholdet av slike instruksjoner.-Har selskapet plikt til å forhøye aksjekapitalen, gjelder det som over er bestemt om fullmakt til å forhøye aksjekapitalen tilsvarende.-
1.2.2	Samlet beløp for lån som gir långiver rett til å erverve aksjer i selskapet. Det skal gis nærmere opplysninger om hva fordringshaveren skal yte som vederlag for aksjene, og tegningstiden. Er det allerede tegnet aksjer, skal det gis nærmere opplysninger om dette. Det skal også redegjøres nær-

mere for øvrige lånevilkår, herunder fordringshaverens rettigheter overfor selskapet ved forhøyelse eller nedsettelse av aksjekapitalen eller ved oppløsning eller fusjon.-

1.2.3 Vedtektsbestemmelser om at ved kapitalforhøyelse innen hver aksjeklasse, skal aksjonærene ha fortrinnsrett bare til aksjer innen den klasse han fra før har aksjer.-

1.2.4 Oversikt over endringer i aksjekapitalen i de tre siste årene, og endringer i antall aksjer og aksjeklasser endringene er fordelt på.-

1.2.5 En oversikt over selskapets 20 største aksjonærer beregnet etter både stemmerettsandel og andel av aksjekapital.-

1.2.6 I den utstrekning det er kjent for selskapet, angivelse av fysiske eller juridiske personer som direkte eller indirekte, enkeltvis eller samlet utøver eller kan utøve kontroll over utstederen, og opplysning om hvor stor del av kapitalen de eier, og som gir stemmerett. Med samlet kontroll menes kontroll utført av flere selskaper eller personer som seg imellom har inngått en avtale som kan føre til en felles politikk overfor utstederen. Det skal også opplyses om hvor stor del av kapitalen de nevnte personer har rett til å bli eier av.-

1.2.7 Antallet, kostpris og pålydende verdi av egne aksjer, herunder aksjer datterselskap eier i selskapet. Det skal opplyses om når og hvordan aksjene er ervervet, og om hvordan og når de eventuelt er tenkt avhendet eller innløst.-

1.2.8 Opplysninger om konsesjonsbestemmelser selskapet er underlagt og konsesjonsbestemmelser som kan komme til anvendelse ved erverv av selskapets aksjer. Det skal gis opplysninger om hvor stor andel av selskapets aksjer som kan eies av utlendinger og hvor stor samlet andel som eies av utlendinger.-

1.2.9 Vilkår i vedtektene for endring av kapitalen og rettigheter knyttet til de forskjellige aksjeklasser, når vilkårene er strengere enn loven.

2. Opplysninger om selskapets virksomhet.

2.1 Selskapets hovedvirksomhet.-

2.1.0 Beskrivelse av selskapets hovedvirksomhet med angivelse av de viktigste kategorier av solgte varer og/eller tjenesteytelser.-
Det skal gis en kortfattet historisk beskrivelse av virksomheten. Det skal opplyses om kjøp og salg av foretak eller virksomhetsgrener de siste 5 år.-
Opplysninger om nye produkter og/eller nye former for virksomhet dersom disse er av betydning.-

2.1.1 Driver selskapet forskjellig type virksomhet, skal det gis opplysninger om nettoomsetning og driftsresultat i de tre

siste regnskapsår fordelt på virksomhetsområder og geografiske markeder.-

2.1.2 Beliggenhet og størrelse av selskapets viktigste anlegg samt kortfattet informasjon om fast eiendom av betydning som selskapet eier.-
Med viktig virksomhet menes all virksomhet som står for mer enn 10 % av selskapets omsetning eller produksjon.-

2.1.3 For gruvedrift, kraftproduksjon, utvinning av petroleum og lignende virksomheter, skal det i den utstrekning det er av betydning gis en beskrivelse av forekomstene og et overslag over de reserver som kan utnyttes økonomisk og over hvor lenge man regner med at de kan utnyttes. Det skal gis opplysninger om konsesjonstiden, de viktigste konsesjonsvilkårene og de økonomiske betingelsene for utnyttelsen av naturressursene. Det skal også gis opplysninger om den aktuelle situasjon forsåvidt angår utnyttelsen.-

2.1.4 Opplysninger om selskapets tjenestespekter og markedsforhold, herunder anslåtte markedsandeler på selskapets produkter og tjenester.-

2.1.5 Dersom opplysninger som gis i henhold til 2.1.0 til 2.1.4 har vært påvirket av uvanlige forhold skal dette angis. Det skal også gis opplysninger om ethvert avbrudd i selskapets virksomhet som kan få eller i den senere tid har hatt vesentlig innflytelse på selskapets finansielle stilling.-

2.2 Informasjon om patenter og lisenser, produksjons-, avsetnings- og finansieringsavtaler og av nye produksjonsmetoder selskapet innehar og som selskapets virksomhet er avhengig av, dersom disse er av vesentlig betydning for selskapets virksomhet.-

2.3 Opplysninger om selskapets forsknings- og utviklingsprogram med sikte på nye produkter og produksjonsformer når slike opplysninger er av vesentlig betydning.-

2.4 Om selskapet er pålagt å gjennomføre miljøverntiltak som vil være av vesentlig betydning for selskapets virksomhet eller økonomiske stilling.-

2.5 Opplysning om rettstvister, rettsavgjørelser eller voldgiftsavgjørelser som kan få eller i den senere tid har hatt vesentlig innflytelse på selskapets økonomiske stilling.-

2.6 Opplysninger om avtaler selskapet har inngått med andre om å utføre ledelsesfunksjoner for selskapet. Slike avtalers hovedinnhold skal gjengis.-

2.7 Gjennomsnittlig antall ansatte og endringer i dette i løpet av de tre siste regnskapsår dersom disse endringene er vesentlige, om mulig med fordeling av ansatte på de viktigste virksomhetsområder.-

2.8 Investeringspolitikk.-

2.8.0 Tallmessig oppstilling av de viktigste investeringer, herunder interesser i andre virksomheter, så som aksjer, andeler, obligasjoner o.s.v. i andre foretak i de siste tre regnskapsår og i inneværende regnskapsår.-

2.8.1 Opplysninger om viktige investeringer selskapet er i ferd med å gjøre, med unntak av interesser man er i ferd med å

erverve i andre foretak. Det skal gis opplysninger om investeringens geografiske plassering og finansieringsmåte.-

2.8.2 Alminnelige opplysninger om utviklingen i selskapets virksomhet etter avslutningen av det regnskapsår som omfattes av det sist offentliggjorte årsoppgjør. Det skal gis opplysninger om de seneste og mest vesentlige tendenser i utviklingen m.h.t. produksjon, avsetning, lager- og ordrebeholdningens størrelse og de seneste tendenser med hensyn til utviklingen i omkostninger, salgspriser og andre forhold vedrørende driften av vesentlig betydning.-

2.9 Tilhører selskapet et konsern, skal opplysninger som nevnt i *"Innledning"* i punkt 2.1 – 2.9 også gjelde konsernets virksomhet.

3. Opplysninger om selskapets aktiva og passiva, økonomiske stilling og resultater.

3.1 En oppstilling av resultatregnskap og balanse basert på årsoppgjør i henhold til kap. 6 for de tre foregående regnskapsår, inkludert noter. Resultattall og balanse fra siste delårsrapporter i henhold til kap. 6 dersom denne er avlagt etter siste årsoppgjør. Dersom delårsrapporten ikke er revidert skal det opplyses om det.-

3.2 Fortjeneste pr. aksje for de perioder det gis resultattall for. Utbytte pr. aksje for de samme perioder.

4. Opplysninger om aksjene.

4.1 Opplysning om i hvilken utstrekning aksjer tilhørende hver aksjeklasse er spredd blant allmennheten.-
Det skal gis en oversikt over aksjenes omsetningsvolum og kursutvikling de tre siste år dersom slik finnes.-

4.2 Opplysninger om aksjonærenes (eller långivernes) rettigheter i selskapet. Det skal særlig gis opplysninger om bestemmelser som begrenser eller kan begrense aksjenes frie omsettelighet og bestemmelser som har betydning for aksjonærenes stemmerett.-

4.3 Opplysning om andre børser hvor aksjene er notert eller hvor det er søkt om notering og på hvilken måte slik notering skjer, eller hvilken notering søknaden omfatter.-

4.4 Tilbud om overtagelse av samtlige aksjer utstedt av selskapet i inneværende eller siste avsluttede regnskapsår som er fremsatt overfor selskapets eiere, og tilsvarende tilbud som selskapet har fremsatt overfor et annet foretaks eiere. Det

skal i tilfelle gis nærmere opplysninger om tilbudet og resultatet av det.-

4.5 Nærmere opplysninger om selskapets aksjonær- og utbyttepolitikk.-

4.6 Dersom selskapet har inngått avtale med børsmedlem om market making med selskapets verdipapirer skal det opplyses om innholdet og varigheten av slike avtaler.-

4.7 Kildeskatt på aksjeutbytte holdt tilbake i opprinnelseslandet og/eller noteringslandet. Angivelse av selskapets eventuelle ansvar for å holde tilbake kildeskatt.

5. Opplysninger om selskapets ledelse.

5.1 Navn og adresse på styremedlemmer, medlemmer av bedriftsforsamlingen eller representantskapet og administrerende direktør.-
Det skal gis en oversikt over de nevnte personers adresse, stilling i selskapet og de viktigste aktiviteter utenfor selskapet dersom de er av vesentlig betydning for selskapet.-
Tilsvarende opplysninger skal gis om stiftere dersom det aktuelle selskapet er stiftet for mindre enn 5 år siden.-

5.2 Ledelsens interesser i selskapet.-

5.2.0 Opplysninger om lønn og annen godtgjørelse til henholdsvis medlemmene i bedriftsforsamling, representantskap, styre og administrerende direktør. Tantieme til styre og administrerende direktør skal angis særskilt.-

5.2.1 Tilhører selskapet et konsern eller annen gruppe foretak som er knyttet sammen gjennom felles eierinteresser eller ledelse, skal det gis opplysninger som nevnt i 5.2.0 om ytelser fra annet selskap i konsernet eller gruppen.-

5.2.2 Opplysninger om hvor mange av selskapets aksjer som eies av hvert styremedlem, leder av bedriftsforsamlingen, leder av representantskapet, administrerende direktør og andre ledende ansatte. Like med aksjeeie anses rettigheter til aksjer.-
Det skal opplyses om når ervervet av aksje eller rettighet til aksje fant sted. Det skal videre opplyses om vesentlige endringer i eie av aksje eller rettighet til aksje i de siste tre regnskapsår og inneværende regnskapsår. Det skal opplyses om opsjonsavtaler inngått mellom selskapet og selskapets administrerende direktør og/eller tillitsvalgte.-

5.2.3 Opplysninger om arten og omfanget av de interesser personer som nevnt i *"Innledning"* i punkt 5.1 i løpet av sist avsluttede og løpende regnskapsår har hatt i transaksjoner som selskapet har foretatt og som etter sin art og omstendighet er uvanlige, som f.eks. kjøp utenfor den vanlige virksomhet og erverv eller avhendelse av faste aktiva. Når slike uvanlige transaksjoner er blitt foretatt i løpet av tidligere

regnskapsår og ennå ikke er avsluttet, skal det også gis opplysninger om dem.-

5.2.4 Opplysninger om løpende lån eller sikkerhetsstillelser som selskapet har ytt personer som nevnt i *"Innledning"* i punkt 5.1.-

5.3 Opplysninger om ordninger som selskapet har for de ansattes kjøp av verdipapir.

6. Opplysninger om hvem som har utarbeidet prospektet og selskapets revisor.

6.1 Det skal angis hvem som har bistått selskapet ved utarbeidelse av prospektet. Har selskapet eller den som har bistått selskapet ved utarbeidelsen av prospektet benyttet seg av rådgivere eller samarbeidet med noen vedrørende utarbeidelsen skal dette angis. Er prospektet utarbeidet av et selskap skal selskapets navn og forretningskommune oppgis. Hvis noen bare har utarbeidet deler av prospektet, skal det opplyses hvilke deler dette gjelder.-

6.2 De som har bistått selskapet ved utarbeidelsen av prospektet skal avgi en erklæring om det arbeidet som er utført i forbindelse med prospektet. Erklæringen skal gjengis i prospektet.-

6.3 Erklæring som nevnt i § 14–2 fra selskapets styre samt eventuelle andre erklæringer vedrørende prospektet eller ansvarsforhold skal gjengis i prospektet.-

6.4 Det skal opplyses om navn og adresse på revisor som har revidert selskapets årsoppgjør for de tre siste regnskapsår.- Har revisor anbefalt at årsoppgjøret ikke fastsettes av kompetent organ, eller er det tatt forbehold eller gjort særlige merknader i revisjonsberetningen, skal dette angis sammen med den gitte begrunnelse.-
Har revisor kontrollert opplysninger i prospektet, skal det angis hvilke opplysninger det gjelder.-

6.5 Prospektet skal inneholde et kort sammendrag.

Kap. 16 Prospekt ved børsintroduksjoner

§ 16–1. Plikt til å utarbeide introduksjonsprospekt

Selskap som søker børsnotering av selskapets aksjer, herunder selskap med børsnoterte aksjer som søker børsnotering av en ny aksjeklasse, skal utarbeide introduksjonsprospekt, dog slik at dette ikke er nødvendig dersom selskapet innenfor en periode på tre måneder forut for søknad om børsnotering har offentliggjort emisjonsprospekt i samsvar med kravene etter kap. 18, jfr. kap. 14 og 15.

Forøvrig kan børsstyret helt eller delvis frita for plikten til å utarbeide prospekt dersom særlige grunner tilsier det.

§ 16–2. Tidspunkt for offentliggjøring av introduksjonsprospekt

Introduksjonsprospekt skal offentliggjøres i samsvar med § 14–5 innen en rimelig tidsfrist før notering starter fastsatt av børsstyret.

§ 16–3. Tilleggsopplysninger for introduksjonsprospekt

Introduksjonsprospektet skal i tillegg til opplysninger som fremgår av kap. 15 inneholde opplysninger om tidspunkt for opptak til børsnotering hvor tidspunktet er kjent og opplysninger om noen av selskapets aksjonærer har forpliktet seg til å kjøpe eller selge eller unnlate å kjøpe eller selge aksjer i forbindelse med børsnoteringen og i tilfelle om varigheten av en slik forpliktelse og hvem som er forpliktet.

Kap. 17 Prospekt ved fusjoner

§ 17–1. Plikt til å utarbeide fusjonsprospekt

Ved fusjon av selskaper med børsnoterte aksjer skal ett av selskapene utarbeide prospekt. Ved fusjon hvor et av selskapene ikke har børsnoterte aksjer, kan børsen frita for plikten til å utarbeide prospekt når fusjonen ikke har betydning for vurderingen av de børsnoterte aksjer eller når særlige grunner forøvrig tilsier det.

§ 17–2. Tidspunkt for offentliggjøring av fusjonsprospekt

Prospektet skal være offentliggjort i samsvar med § 14–5 og sendt aksjonærene i de fusjonerende selskaper senest samtidig med innkallingen til generalforsamling for behandling av forslaget til fusjon.

§ 17–3. Tilleggsopplysninger for fusjonsprospekt

Prospektet skal for hvert av de fusjonerende selskaper inneholde opplysninger som fremgår av kap. 15. I tillegg skal prospektet inneholde følgende informasjon:

1. Proformaregnskap eller omarbeidede tall for det nye selskapet, som skal innbefatte åpningsbalanse med to års sammenlignbare balansetall og resultatregnskap. Det skal opplyses hvilke regnskapsprinsipper som er lagt til grunn for de fusjonerende selskaper, samt hvilke regnskapsprinsipper som er lagt til grunn for proformaregnskapet for det nye selskapet. Revisor skal bekrefte utarbeidelsen av sammenlignbare tall.
2. Opplysninger om fusjonens gjennomføring.
3. Opplysninger om juridiske og skattemessige konsekvenser vedrørende fusjonen, herunder eventuelle konsesjonsforhold.
4. Opplysninger om hvilken tidsplan det arbeides etter, med angivelse av hvilke beslutninger som skal tas på ulike tidspunkter for endelig gjennomføring av fusjonen.
5. Dersom fusjonen avhenger av godkjennelse fra myndighetene eller andre enn selskapets egne organer skal dette angis. Det skal opplyses om det er søkt om slik godkjennelse, eventuelt om godkjennelse er gitt.
6. Opplysninger om hvilken oppgjørsform som skal benyttes samt tidspunkt for oppgjøret. Det skal spesielt informeres om hvordan brøkdeler i forbindelse med bytteforholdet skal gjøres opp.
7. Opplysninger om bestemmelser i fusjonsavtalen som kan ha betydning for aksjonærenes stemmerett og rettsstilling forøvrig i de fusjonerende selskaper og i det fusjonerte selskap.
8. Behandling av eventuelle egne aksjer som erverves i forbindelse med fusjonen skal oppgis.
9. Dersom de fusjonerende selskaper har personfellesskap eller forretningsmessig forbindelse med hverandre, skal dette beskrives.
10. Utkast til fusjonsavtale skal tas inn som vedlegg til prospektet. Vesentlige forhold vedrørende fusjonsavtalen skal omtales. Videre skal det tas inn som ved-

legg til prospektet uttalelse fra revisor i de fusjonerende selskaper samt uttalelse fra bedriftsforsamling eller representantskap i den grad fusjonsavtalen er behandlet av slike organer.
11. De fusjonerende selskaper skal begrunne hvorfor fusjonen ønskes gjennomført. Dersom eventuelle samordningseffekter kan dokumenteres, skal det angis.
12. Bytteforholdsberegningen fra de to partene skal gjengis i fusjonsprospektet sammen med forutsetningene for beregningen, metoden som er anvendt for beregning inkludert verdianslag på de enkelte aktiva samt resultatet av vurderingen. Børsen kan stille ytterligere krav til den informasjon som skal gis i forbindelse med bytteforholdet.
13. Styrenes forslag til bytteforhold skal begrunnes.

Kap. 18 Prospekt ved kapitalforhøyelser

§ 18–1. Plikt til å utarbeide emisjonsprospekt

Det skal utarbeides emisjonsprospekt ved enhver innbydelse til tegning eller tilsvarende erverv av aksjer som er børsnotert, når innbydelsen er rettet til flere enn 50 personer og gjelder et beløp større enn 5 mill. kroner. Tegner flere i fellesskap, anses hver enkelt som tegner. Prospekt skal utarbeides selv om innbydelsen er rettet til færre enn 50 personer dersom det skal utarbeides tegningsinnbydelse i henhold til lov eller bestemmelser gitt i medhold av lov.

Det skal utarbeides emisjonsprospekt også ved enhver annen kapitalforhøyelse ved utstedelse av børsnoterte aksjer med mindre:
1. Aksjene utstedes som vederlag for innskudd i annet enn penger, dersom det i samsvar med § 14–5 er offentliggjort et dokument som inneholder tilsvarende opplysninger som angitt i § 18–3 i løpet av de siste 12 måneder før kapitalforhøyelsen tas opp til notering. Alle vesentlige endringer som er funnet sted etter at dokumentet er utarbeidet skal offentliggjøres i samsvar med § 14–5.
2. Aksjene utstedes uten vederlag til selskapets aksjonærer.
3. Aksjene utstedes ved konvertering av konvertible obligasjoner eller i bytte med ombyttelige obligasjoner eller som følge av at kjøpsrett benyttes.
4. Aksjenes nominelle verdi er under 10 % av verdien av aksjene av samme aksjeklasse som allerede er notert.
5. Aksjene utstedes til selskapets ansatte.

§ 18–2. Tidspunktet for offentliggjøring av emisjonsprospekt

Prospektet skal være offentliggjort i samsvar med § 14–5 senest samtidig med første tegningsdag. Dersom prospekt er utarbeidet i henhold til § 18–1 annet ledd kan børsstyret i særlige tilfeller beslutte at offentliggjøring kan skje senere, dog ikke senere enn den dag kapitalforhøyelsen tas opp til notering. Dersom det utstedes tegningsretter som skal tas opp til notering, skal offentliggjøring ha skjedd senest samtidig med første noteringsdag, med mindre børstyret i særlige tilfeller har besluttet at offentliggjøring kan skje senere.

§ 18–3. Tilleggsopplysninger for emisjonsprospekt

Prospektet skal inneholde de opplysninger som skal gis i henhold til kap. 15. I tillegg skal prospektet inneholde opplysninger om:

1. Kapitalforhøyelsen

1.1	Angivelse av generalforsamlingens, eventuelt styrets beslutning om kapitalforhøyelse.-
1.2	Formålet med kapitalforhøyelsen.-
1.3	Kapitalforhøyelsens størrelse med angivelse av minimum og maksimum antall aksjer som kan utstedes, pålydende, tegningskurs og eventuelt øvrige omkostninger som skal belastes tegneren og den aksjeklasse de nye aksjene skal tilhøre dersom det er flere aksjeklasser i selskapet.-
1.4	Det skal gis en begrunnelse for fastsettingen av tegningskursen.-
1.5	Om de nye aksjene skal utgjøre en egen aksjeklasse, skal det redegjøres for de nye aksjenes rettigheter.-
1.6	Opplysning om behandling av eventuell overkurs.-
1.7	Aksjekapitalen før og etter kapitalforhøyelsen.-
1.8	Om de nye aksjene helt eller delvis er forbeholdt en bestemt person eller en bestemt gruppe personer.-
1.9	Om de nye aksjene er forbeholdt aksjonærene i et annet selskap i forbindelse med fusjon eller annen overtagelse av et annet selskap, eller i forbindelse med fisjon.-
1.10	Er de nye aksjene helt eller delvis forbeholdt selskapets ansatte, skal dette opplyses.-
1.11	Om noen har gitt tilsagn om å tegne aksjer.-
1.12	Hvordan dekning av utgiftene vedrørende kapitalforhøyelsen skal skje med anslag over utgiftene.-
1.13	Opplysninger om fordelingen av emisjonen mellom det norske og de aktuelle utenlandske markeder.

2. Fortrinnsrett

2.1	Om selskapets aksjonærer har fortrinnsrett til tegning, eller om denne er frafalt. Dersom aksjonærene har fortrinnsrett, skal det gis opplysninger om hvor mange gamle aksjer som gir rett til tegning av en ny aksje.-
2.2	Om fordeling av ubenyttede tegningsrettigheter på aksjonærer som har benyttet sin tegningsrett og på erverver av tegningsrettigheter.-
2.3	Om ubenyttede tegningsretter vil bli solgt til fordel for aksjonærer som ikke har benyttet eller avhendet sin tegningsrett.-
2.4	Om fortrinnsrett for de ansatte til aksjer som ikke er tegnet på grunnlag av aksjonærenes fortrinnsrett.

3. Tegningsretter

3.1	Den frist aksjonærene eller innehaveren av tegningsretter har for tegning av aksjer i henhold til fortrinnsretten.-
3.2	Registrering av tegningsretter i Verdipapirsentralen.-
3.3	Hvordan tegningsretter kan omsettes, og fra hvilket tidspunkt de eventuelt vil være børsnotert.

4. Aksjetegning

4.1	Tegningstiden.-
4.2	Hvor tegning kan finne sted.

5. Tildeling

5.1	Når tegnerne vil få underretning om tildeling, eventuelt om de på grunn av overtegning vil kunne få tildelt mindre enn det de har tegnet seg for. 5.2 De regler som vil bli benyttet for strykning av tegninger ved overtegning.

6. Innbetaling

6.1	Tid og sted for innbetaling av aksjene.-
6.2	Rentesatsen ved for sen innbetaling.-
6.3	Selskapets adgang til å selge eller slette aksjer som ikke er betalt i rett tid.

7. De nye aksjenes rettigheter

7.1	Fra hvilket år de nye aksjene gir rett til utbytte.-
7.2	Fra hvilket tidspunkt de nye aksjene gir rettigheter i selskapet.-
7.3	Om adgangen til å overdra aksjene før de er fullt innbetalt.-

8. Fulltegningsgaranti

Om kapitalforhøyelsen er garantert fulltegnet. I tilfelle skal det opplyses hvem som har gitt fulltegningsgaranti og hvordan garantier er fordelt mellom garantistene. Det skal videre opplyses om garantistene har garantert for at alle aksjer blir tegnet og om garantien omfatter innbetaling av det tegnede beløp. Det skal i tilfelle opplyses om garantien er begrenset i tid eller på annen måte.

Tilsvarende opplysninger skal gis dersom kapitalforhøyelsen rettes mot et begrenset antall tegnere som skal videreselge aksjer som tegnes.

9. Erklæring

Erklæring fra advokat om at kapitalforhøyelsen er gyldig besluttet av kompetent selskapsorgan.

§ 18–4. Tegningsinnbydelser

Dersom selskapet har utarbeidet tegningsinnbydelse skal denne vedlegges eller trykkes i prospektet.

Kap. 19. Prospekt ved fisjoner

§ 19–1. Plikt til å utarbeide fisjonsprospekt

Selskap med børsnoterte aksjer skal utarbeide prospekt ved fisjon.

Børsen kan frita for plikten til å utarbeide prospekt ved fisjon når fisjonen ikke har betydning for vurderingen av de børsnoterte aksjer eller når særlige grunner forøvrig tilsier det.

§ 19–2. Tidspunkt for offentliggjøring av fisjonsprospekt

Prospektet skal være offentliggjort i samsvar med § 14–5 og sendt aksjonærene i det overdragende selskap senest samtidig med innkallingen til den generalforsamling som skal vedta fisjonen.

§ 19–3. Opplysninger i fisjonsprospektet

Prospektet skal så langt det passer inneholde de opplysninger som fremgår av kap. 15 for det eller de overtagende selskap. I den grad reglene om emisjonskontroll etter verdipapirhandelloven § 9 kommer til anvendelse på kapitalforhøyelsen i det/de overtagende selskap, skal prospektet også fylle de krav dette medfører. Hvis det overdragende selskap etter fisjonen fremstår som vesentlig endret i forhold til tidligere balanse- eller resultatstørrelser, eller på grunn av andre forhold som må anses å være av vesentlig betydning for bedømmelsen av selskapets aksjer, skal prospektet også inneholde tilsvarende opplysninger for det overdragende selskap slik dette vil fremstå etter fisjonen. I andre tilfeller skal det i prospektet opplyses om effekten av fisjonen på det overdragende selskap.

I tillegg til kravene etter første ledd skal prospektet inneholde følgende informasjon:

1. Proformaregnskap eller omarbeidede tall for den eller de nye enhetene som skal innbefatte åpningsbalanse med to års sammenlignbare balansetall og resultatregnskap. Det skal opplyses hvilke regnskapsprinsipper som er lagt til grunn for de fisjonerende selskaper, samt hvilke regnskapsprinsipper som er lagt til grunn for proformaregnskap for den eller de nye enhetene. Revisor skal bekrefte utarbeidelsen av sammenlignbare tall.
2. Opplysninger om fisjonens gjennomføring.
3. Opplysninger om juridiske og/eller skattemessige konsekvenser vedrørende fisjonen, herunder eventuelle konsesjonsforhold.
4. Opplysninger om hvilken tidsplan det arbeides etter, med angivelse av hvilke beslutninger som skal tas på ulike tidspunkter for gjennomføringen av fisjonen.
5. Dersom fisjonen avhenger av godkjennelse fra myndighetene eller andre enn selskapets egne organer skal dette angis. Det skal opplyses om det er søkt om slik godkjennelse, eventuelt om godkjennelse er gitt.
6. Opplysninger om hvilken oppgjørsform som skal benyttes samt tidspunkt for oppgjøret. Det skal spesielt informeres om hvordan brøkdeler i forbindelse med deleforholdet skal gjøres opp.
7. Opplysninger om bestemmelser som kan ha betydning for aksjonærenes stemmerett i de nye enhetene.
8. Utkast til fisjonsavtale/-plan skal tas inn som vedlegg til prospektet. Vesentlige forhold vedrørende fisjonsavtalen/-planen skal omtales. Videre skal det tas inn som vedlegg til prospektet uttalelse fra revisor samt uttalelse fra bedriftsforsamling eller representantskap dersom fisjonsavtalen/-planen er behandlet av slike organer.
9. Det skal gis en begrunnelse for hvorfor fisjonen ønskes gjennomført.
10. Eventuelle verdiberegninger som er innhentet skal gjengis i fisjonsprospektet sammen med forutsetningene for beregningene, metodene som er anvendt, verdianslag på de enkelte eiendeler og forpliktelser, resultatet av vurderingene, samt opplysninger om de som har utført eller bistått selskapet med verdiberegningene.
11. Selskapets styre skal uttale seg om verdiberegninger som er innhentet. Styrets forslag til fisjonsvederlag (deleforhold) skal begrunnes.

Del VI. Prospekter for låntagere

Kap. 20. Alminnelige regler

§ 20–1. Prospektets formål

Prospekt utarbeidet etter denne forskrift del VI skal opplyse om alle forhold som, avhengig av særlige forhold hos utsteder, er nødvendige for at investorene og deres investeringsrådgivere skal kunne foreta en velfundert vurdering av selskapets aktiva og passiva, økonomiske stilling, resultater og utsikter, og av rettigheter knyttet til lånet. Prospektet skal ikke inneholde villedende eller ufullstendige opplysninger om forhold som må tillegges vekt ved bedømmelsen av spørsmålet om å erverve eller tegne obligasjoner i selskapet.

§ 20–2. Plikt til å utarbeide prospekt

Låntager som søker om børsnotering av lån og låntager som utvider et børsnotert lån skal utarbeide låneprospekt, dog slik at dette likevel ikke er nødvendig dersom låntager innenfor en periode på tre måneder forut for søknad om børsnotering har offentliggjort prospekt i samsvar med kravene etter kap. 21, jfr. kap. 20. Har låntager tidligere utarbeidet prospekt i samsvar med de nevnte krav, kan låneopptak og børsnotering av lån skje ved at tidligere prospekt benyttes, dersom nødvendige tilleggsopplysninger gis.

Børsstyret kan helt eller delvis frita fra plikten til å utarbeide prospekt når særlige grunner tilsier det.

Kravet til prospekt gjelder ikke lån som utstedes av en stat som er medlem av Det europeiske økonomiske samarbeidsområde.

§ 20–3. Styrets ansvar

Låntagers styre er ansvarlig for at prospektet fyller kravene etter denne forskrift. Styret skal avgi en erklæring om at opplysningene i prospektet så langt de kjenner til er i samsvar med de faktiske forhold, og at det ikke forekommer utelatelser som er av en slik art at de kan endre prospektets betydningsinnhold. Prospektet skal underskrives av samtlige styremedlemmer.

§ 20–4. Dispensasjon og adgang til å kreve ytterligere opplysninger

Børsen kan for det enkelte tilfellet samtykke i at det gjøres unntak fra kravene til prospektets innhold etter denne forskrift, herunder hvor:

a) opplysningene har liten betydning og ikke kan innvirke på vurderingen av utsteders aktiva og passiva, økonomiske stilling, resultater og utsikter, eller
b) offentliggjøring av disse opplysninger vil være i strid med offentlighetens interesse eller føre til at utstederen blir alvorlig skadelidende, i siste tilfelle forutsatt at unnlatelse av offentliggjøring ikke kan virke villedende på offentligheten med hensyn til realiteter og omstendigheter som er av vesentlig betydning for vurderingen av de aktuelle aksjer. Reglene i § 23–2 tredje ledd gjelder tilsvarende.

Børsen kan for det enkelte tilfelle stille ytterligere krav til innholdet av prospektet hvis det finnes nødvendig for å ivareta de hensyn som er nevnt i § 20–1.

§ 20–5. Kontroll av prospektet

Børsen skal kontrollere ethvert prospekt utarbeidet i henhold til denne forskrift del VI, samt tegningsinnbydelser og annet tegningsmateriale som utarbeides, før de nevnte dokumenter skal kunne offentliggjøres.

Annonser, kunngjøringer, oppslag og dokumenter som kunngjør innbydelsen til tegning eller børsnoteringen av lånet og opplyser om lånets karakteristika, og alle andre dokumenter som gjelder innbydelsen til tegning eller børsnoteringen og er ment å offentliggjøres av låntager eller på dennes vegne, skal på forhånd oversendes børsen. Børsen skal avgjøre om dokumentene skal kontrolleres før de offentliggjøres. Ovennevnte dokumenter skal opplyse om prospektet og angi hvor det er offentliggjort eller skal offentliggjøres i henhold til § 20–6. Børsen skal avslutte kontrollen snarest, og senest en uke etter at endelig prospekt, tegningsinnbydelse og annet tegningsmateriale er mottatt.

Børsen skal gi skriftlig meddelelse til låntager om resultatet av kontrollen.

§ 20–6. Offentliggjøring av prospekt

Prospektet skal offentliggjøres ved at det stilles vederlagsfritt til disposisjon for allmennheten på låntagers forretningskontor, på børsen, ved samtlige autoriserte fondsmeglerforetak og på andre måter som børsen fastsetter. Prospektet skal være offentliggjort senest samtidig med tegningsstart for lånet. Dersom det utstedes tegningsretter gjelder § 18–2 tredje punktum tilsvarende.

Introduksjonsprospekt som ikke også gjelder emisjon av lånet, skal offentliggjøres innen en rimelig tidsfrist før notering starter fastsatt av børsstyret.

I tillegg skal enten det fullstendige prospekt eller en melding om hvor offentligheten kan skaffe seg prospektet innrykkes i en riksdekkende avis så raskt som mulig.

Når opptak av obligasjoner til notering finner sted samtidig med emisjonen og visse vilkår for denne emisjon ikke fastsettes endelig før umiddelbart før tegning, kan børsstyret tillate offentliggjøring som nevnt av et prospekt som ikke inneholder opplysninger om disse vilkår, men som angir hvordan de vil bli gitt. Opplysningene skal offentliggjøres før den dag da den offisielle notering begynner, med mindre obligasjonene utstedes fortløpende til varierende priser.

§ 20–7. Tillegg til prospekt

Enhver ny vesentlig omstendighet og enhver vesentlig unøyaktighet i prospektet som kan få betydning for vurderingen av lånet, og som fremkommer mellom tidspunktet for offentliggjøring av prospektet og det tidspunkt da lånet tas opp til notering, skal tas med i et tillegg til prospektet som skal godkjennes av børsen i samsvar med § 20–5 og offentliggjøres og annonseres uten ugrunnet opphold i samsvar med § 20–6.

§ 20–8. Samordningsregler

1. Når et selskap samtidig eller med korte mellomrom søker om opptak til offisiell notering av selskapets lån på fondsbørser som er beliggende eller utøver virksomhet i flere EØS-stater, herunder i den stat der selskapet har sitt forretningskontor, skal prospekt i samsvar med reglene fastsatt i Rdir 80/390/EØF utformes i den EØS-stat der selskapet har sitt forretningskontor, og godkjennes av vedkommende myndighet der. Dersom utsteders forretningskontor ikke er beliggende i en av disse EØS-stater, skal selskapet blant de aktuelle stater velge

den stat etter hvis lovgivning prospektet skal utformes og godkjennes.
Med forbehold for en eventuell oversettelse, skal slikt prospekt godkjennes som et prospekt i henhold til § 8–4. Børsen kan likevel kreve at det i prospektet tilføyes opplysninger som er spesifikke for det norske markedet, særlig om inntektsskattordningen, om de finansinstitusjoner som skal fungere som betalingsagent for utsteder i den aktuelle staten, og om hvordan meldinger til investorene skal offentliggjøres.

2. Når et selskap søker om opptak til offisiell notering av selskapets aksjer og det er utarbeidet et offentlig prospekt for disse aksjene som er godkjent i en hvilken som helst EØS-stat i samsvar med Art. 7, 8 eller 12 i Rdir 89/298/EØF innenfor en periode på tre måneder før søknad om opptak, godkjennes dette som et prospekt i henhold til § 8–4. Børsen kan likevel kreve at det i prospektet skal tilføyes opplysninger som gjelder spesielt for det norske markedet, især om beskatning av inntekter, finansinstitusjoner som skal fungere som betalingsagent for utsteder i vedkommende stat og om hvordan meldinger til investorer skal offentliggjøres.
   Denne forskrifts § 14–6 får anvendelse for alle endringer som finner sted fra det tidspunkt da innholdet i prospektet fastlegges, og til den offisielle notering begynner.
3. Et prospekt som er godkjent av vedkommende myndigheter i en EØS-stat som angitt i pkt. 1 og 2, godkjennes som prospekt i henhold til § 8–4, også om det er gitt delvis fritak eller dispensasjon i henhold til Rdir 80/390/EØF, forutsatt:
   a)at denne type fritak eller dispensasjon kan gis også etter denne forskrifts bestemmelser, og
   b)at de forhold som berettiger fritak eller dispensasjon foreligger også i Norge, og at det ikke foreligger andre vilkår for fritaket eller dispensasjonen som kunne føre til at børsen avslår fritak eller dispensasjon.

Selv om vilkårene i bokstav a) og b) ikke er oppfylt kan børsen godkjenne prospektet. 4. Når børsen godkjenner prospekt som angitt i denne paragraf pkt. 1 og 2 skal de sende et godkjennelsesbevis til vedkommende myndigheter i de andre EØS-stater der det er søkt om opptak til offisiell børsnotering. Dersom det i henhold til Rdir 80/390/EØF er gitt delvis fritak eller dispensasjon, skal dette nevnes i beviset med en angivelse av begrunnelsen for fritaket eller dispensasjonen.

5. Når det søkes om opptak til offisiell børsnotering, skal selskapet sende vedkommende myndighet i hver av de andre EØS-statene der selskapet søker om opptak, utkast til det prospekt selskapet har til hensikt å benytte i vedkommende stat.
6. Bestemmelsene i denne paragraf punkt 1, 3, 4 og 5 gjelder tilsvarende så langt de passer hvor det skal utarbeides prospekt i henhold til denne forskrifts § 18–1.

Kap. 21. Innhold av prospekter for lån

§ 21–1. Generelle bestemmelser

Låneprospekter for konvertible obligasjoner og obligasjoner med kjøpsrett skal i tillegg til å oppfylle de krav som følger av dette kapittel oppfylle de krav som følger av kap. 18.

Prospektet skal med de unntak som følger av § 20–4 inneholde de opplysninger som skal gis i henhold til dette kapittel. Når enkelte av de opplysninger som skal gis i henhold til § 21–2 viser seg å være lite hensiktsmessig i forhold til selskapets virksomhet eller rettslige form skal det utarbeides et prospekt som gir tilsvarende opplysninger, der de aktuelle punkter blir tilpasset.

Opplysninger som gis i en eventuell tegningsinnbydelse behøver ikke inntas i prospektet dersom tegningsinnbydelsen medfølger eller trykkes i prospektet.

I låneprospekt som ikke også gjelder emisjon av lånet, kan de opplysninger som bare gjelder forholdene ved emisjonen og som ikke lenger anses aktuelle og av betydning for bedømmelsen av lånet, utelates.

§ 21–2. Opplysninger som skal inntas

Følgende opplysninger skal inntas i prospektet:

1. Opplysninger om lånet og verdipapirenes opptak til børsnotering.

1.1 Lånebetingelser.

1.1.0 Samlet nominelt lånebeløp, dersom beløpet ikke er fastlagt, skal dette angis.

1.1.1 Bortsett fra tilfeller med løpende utstedelse ved åpne lån skal det angis kurs ved utstedelse.

For alle lån skal det angis kurs ved innløsning samt nominell rentesats. Dersom rentesats kan endres i lånets løpetid skal vilkårene for endring angis. Det skal videre opplyses om frister for fastsettelse og offentliggjøring av ny rente og om hvordan offentliggjøring og annen meddelelse skal foregå.

1.1.2 Nærmere bestemmelser for ytelse av andre fordeler uansett fordelens karakter og beregningsmåten for disse fordeler.

1.1.3 Kildeskatt av obligasjonsrente tilbakeholdt i utstederlandet og/eller noteringslandet. Det skal gis opplysninger om låntagers eventuelle ansvar for tilbakeholdelse av kildeskatt.

1.1.4 Nærmere bestemmelser for lånets avvikling, herunder fremgangsmåten ved lånets innfrielse.

1.1.5 Angivelse av kontofører utsteder og betalingsagent for lånet.

1.1.6 Lånets valuta.

1.1.7 Frister:

1. Lånets løpetid, og opplysninger om eventuelle muligheter for for tidlig innfrielse.
2. Dato for det tidspunkt lånets forrentning startet samt forfallstidspunkt.
3. Foreldelsesfrist for krav på renter og hovedstol.
4. Nærmere bestemmelser og frister for registrering av obligasjonen i Verdipapirsentralen.

1.1.8 Med unntak for tilfelle med løpende utstedelse ved åpne lån skal det angis effektiv rente og beregningsmetode for denne renten.

1.2 Opplysninger om rettslige forhold av betydning.

1.2.0 Angivelse av de beslutninger, tillatelser og godkjennelser som har vært nødvendig for opptak av lån og utstedelse av obligasjoner. Det skal gis opplysninger om lånets art og beløpets størrelse samt antall obligasjoner som er eller vil bli utstedt så fremt dette antall er fastsatt på forhånd.

1.2.1 Art og omfang av de garantier, den sikkerhetsstillelse og de forpliktelser som skal sikre lånets innfrielse og forrentning. Er lånet sikret med pant skal det opplyses om takst for pantet, hvem som har avholdt den aktuelle takst samt når taksten ble holdt. Det skal videre opplyses om foranstående og sidestilte heftelser i pantet, og om eventuell opptrinnsrett for lånet. For lån med negativ pantsettelsesklausul skal hele klausulen gjengis. Det skal opplyses om de steder hvor allmennheten får

tilgang til innholdet av de relevante avtaler om garantier, sikkerhetsstillelser og forpliktelser.

1.2.2 Beskrivelse av hvem som er tillitsmann for lånet. Det skal angis navn, stilling eller firma og hovedkontor for långivernes representant, de viktigste betingelser knyttet til vervet som tillitsmann og hvilke betingelser som må foreligge for utskifting av tillitsmann.

Angivelse av hvilke steder offentligheten kan få adgang til tekstene til de avtaler som angår disse former for representasjon.

1.2.3 Beskrivelse av de tilbakeståelsesklausuler som gjelder for lånet i forhold til låntagers øvrige inngåtte eller fremtidige gjeldsforpliktelser.

1.2.4 Angivelse av den lovgivning som regulerer utstedelse av obligasjonen og hvilken domstol som er rett verneting.

1.2.5 Angivelse av hvorvidt obligasjonen er notert på navn eller lyder på ihendehaver.

1.2.6 Eventuelle begrensninger i obligasjonenes frie omsettelighet.

1.3 Opplysninger om lånets opptak til børsnotering.

1.3.0 Børser hvor lånet er søkt eller vil bli søkt opptatt til notering eller hvor slik notering allerede skjer.

1.3.1 Angivelse av de som overfor låntager overtar eller har overtatt utstedelsen i fast regning eller garanterer utstedelsen.

Angivelse av den del som ikke er dekket dersom overtakelsen i fast regning eller garantien ikke gjelder hele emisjonen.

1.3.2 Så fremt utstedelsen eller plasseringen av lånet finner sted eller har funnet sted samtidig i flere land og så fremt en transje forbeholdes eller ble forbeholdt visse markeder, skal det gis en angivelse av slike transjer.

1.4 Opplysninger om opptak av lån hvis låneopptaket skjer samtidig med børsnotering eller har funnet sted i tidsrommet tre måneder forut for børsnotering.

1.4.0 Nærmere bestemmelser for betaling av tegnings- eller kjøpsbeløpet, herunder angivelse av rente ved for sen betaling. Skal vilkår for emisjonen fastsettes etter at tegningen er avsluttet, skal det opplyses hvilke vilkår dette gjelder og reglene for fastsettelsen gjengis.

1.4.1 Med unntak av lån med løpende utstedelse skal det angis den periode som er eller har vært åpen for tegning eller salg av obligasjonene med angivelse av eventuelle muligheter for fremskutt lukking.

1.4.2 Angivelse av hvem som har tilrettelagt lånet samt de som har fått i oppgave å motta tegning av lånet.

1.4.3 Dersom tegningsbeløpet kan nedsettes skal dette angis sammen med vilkårene for slik nedsettelse.

1.4.4 Emisjonens formål og påtenkt anvendelse av inntekten.

1.4.5 Angivelse av om avgifter i forbindelse med låneopptaket skal bæres av låntageren.

1.4.6 Angivelse av om det er eller vil bli inngått avtaler med market makere for lånet. Det skal redegjøres for forhold av betydning ved avtaler med market maker.

2. Alminnelige opplysninger om låntager og dennes kapital.

2.1 Alminnelige opplysninger om låntager, herunder beskrivelse av låntagerens organisasjon og eierforhold.

2.1.0 Angivelse av hjemsted og administrativt hovedsete så fremt dette ikke er det samme som hjemstedet.

2.1.1 Stiftelsesdato. Dersom låntagers eksistens er av begrenset varighet skal dette oppgis. Det skal gis en historisk beskrivelse av låntagers virksomhet.

2.1.2 Hvilken lovgivning låntager er underlagt.

2.1.3 Angivelse av låntagers vedtektsbestemte formål. Vedtektene skal følge som vedlegg til prospektet.

2.1.4 Foretaksnummer i Foretaksregisteret.

2.1.5 Angivelse av steder hvor de i prospektet nevnte dokumenter vedrørende låntager er fremlagt til gjennomsyn.

2.2. Alminnelige opplysninger om låntagers kapital.

2.2.0 Låntagers egenkapital og fordelingen av denne. Det skal gis en oversikt over egenkapitalens utvikling de siste 5 år. Hver endring i egenkapitalen skal kommenteres separat. Det skal opplyses om forestående endringer i egenkapitalen som er vedtatt.

2.2.1 Opplysninger om låntagers innlån og utlån. Det skal gis en oversikt over eventuell tapsutvikling. Slik tapsutvikling skal kommenteres.

2.2.2 Inngår låntager i et konsern eller i en gruppe som er knyttet sammen gjennom eierinteresser eller felles ledelse skal det gis en oversikt over konsernet og/eller gruppens oppbygging og eierforhold og låntagers rolle i konsernet og/eller gruppen.

3. Opplysninger om låntagers virksomhet.

3.1 Låntagers hovedvirksomhet.

3.1.0 Beskrivelse av låntagers hovedvirksomhet, herunder en beskrivelse av låntagers selskapsstruktur.

Angivelse av nye produkter og/eller nye former for virksomhet dersom de er av betydning.

3.1.1 Nettoomsetning gjennom de siste tre regnskapsår.

3.1.2 Beskrivelse av låntagers konkurranse- og markedsforhold.

3.1.3 Beliggenhet og størrelse av utstederens viktigste anlegg samt kortfattet informasjon om fast eiendom av betydning som låntager eier. Et hvert anlegg som står bak mer enn 10 % av låntagers omsetning eller produksjon skal anses av betydning.

3.1.4 For gruvedrift, kraftproduksjon, utvinning av petroleum og lignende virksomhet, skal det i den utstrekning det er av betydning, gis en beskrivelse av forekomstene, et overslag over reserver som kan utnyttes økonomisk, og over hvor lenge man regner med at de kan utnyttes.

Det skal gis opplysninger om konsesjonstiden, de viktigste konsesjonsvilkårene og de økonomiske betingelsene for utnyttelsen av naturressursene.

Det skal også gis opplysninger om den aktuelle situasjon forsåvidt angår utnyttelsen.

3.1.5 Når uvanlige forhold har hatt innvirkning på opplysningene gitt i henhold til nr. 3.1.0 til 3.1.3 skal det opplyses om dette. Det skal også gis opplysninger om ethvert avbrudd i selskapets virksomhet som kan få eller i den senere tid har hatt vesentlig innflytelse på selskapets finansielle stilling.

3.2 Informasjon om patenter eller lisenser, om produksjons-, avsetnings- og finansieringsavtaler og om nye produksjonsmetoder selskapet innehar dersom disse er av vesentlig betydning for utstederens virksomhet.

3.3 Opplysning om rettstvister, voldgiftstvister, rettsavgjørelser, voldgiftsavgjørelser og forlik som ikke fremkommer av de regnskaper som skal vedlegges prospektet og som har eller kan få vesentlig innflytelse på låntagers økonomiske stilling.

3.4 Investeringspolitikk.

3.4.0 Beskrivelse og tallmateriale for de viktigste investeringer, herunder investering i aksjer, andeler, obligasjoner m.v. som låntager i de siste tre regnskapsår samt det inneværende regnskapsår har foretatt.

3.4.1 Opplysninger om de viktigste investeringer som er under gjennomføring. Det skal gis beskrivelse av disse investeringers geografiske fordeling og finansieringsmåte.

3.4.2 Opplysninger om låntagers viktigste fremtidige investeringer som er endelig besluttet av de styrende organer.

4. Opplysninger om låntagers aktiva og passiva, økonomiske stilling og resultater.

4.1 En oppstilling av resultatregnskap og balanse basert på årsoppgjør i henhold til § 10–5 for de tre foregående regnskapsår, inkludert noter. Resultattall og balanse fra siste delårsrapporter i henhold til § 10–5 dersom denne er avlagt etter siste årsoppgjør. Dersom delårsrapporten ikke er revidert skal det opplyses om det.

4.2 Alminnelige opplysninger om utviklingen i selskapets virksomhet etter avslutningen av det regnskapsår som omfattes av det sist offentliggjorte årsoppgjør.

Det skal gis opplysninger om de seneste og mest vesentlige tendenser i utviklingen m.h.t. produksjon, avsetning, lager- og ordrebeholdningens størrelse og de seneste tendenser med hensyn til utviklingen i omkostninger, salgspriser og andre forhold vedrørende driften av vesentlig betydning.

5. Opplysninger om administrasjon, ledelse og kontroll.

5.1 Navn, adresse og stilling i det utstedende selskap for følgende personer, med angivelse av deres viktigste virksomhet utenfor selskapet, når virksomheten er av vesentlig betydning i forhold til selskapet,

a) medlemmer av administrasjons-, ledelses- eller kontrollorganer,
b) komplementarer dersom det dreier seg om et kommandittaksjeselskap.

6. Opplysninger om hvem som har utarbeidet prospektet og låntagers revisor.

6.1 Det skal angis hvem som har bistått låntager ved utarbeidelse av prospektet. Har låntager eller den som har bistått låntager ved utarbeidelsen av prospektet benyttet seg av rådgivere eller samarbeidet med noen vedrørende utarbeidelsen skal dette angis. Hvis noen bare har utarbeidet deler av prospektet, skal det opplyses hvilke deler dette gjelder.

6.2 De som har bistått låntager ved utarbeidelsen av prospektet skal avgi en erklæring om det arbeidet som er utført i forbindelse med prospektet. Erklæringen skal gjengis i prospektet.

6.3 Erklæring som nevnt i § 20–3 fra selskapets styre samt eventuelle andre erklæringer vedrørende prospektet eller ansvarsforhold skal gjengis i prospektet.

6.4 Det skal opplyses om navn og adresse på revisor som har revidert låntagers årsoppgjør for de tre siste regnskapsår.

Har revisor anbefalt at årsoppgjøret ikke fastsettes av kompetent organ, eller er det tatt forbehold eller gjort særlige merknader i revisjonsberetningen, skal dette angis sammen med den gitte begrunnelse.

Har revisor kontrollert opplysninger i prospektet, skal det angis hvilke opplysninger det gjelder.

6.5 Prospektet skal inneholde et kort sammendrag.

Vedlegg 3

Forskrift 17. januar 1994 nr. 31 om krav til utforming, registrering og offentliggjøring av emisjonsprospekter og offentliggjøring av emisjonsprospekter når emisjonen gjelder et beløp større enn 300 000 kroner og til og med 5 millioner kroner og verdipapirene ikke er børsnotert eller søkes børsnotert.

Fastsatt av Finans- og tolldepartementet 17. januar 1994 med hjemmel i lov av 14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel § 9 femte ledd bokstav b, jfr. kgl.res. 8. november 1991 nr. 725.

Kap. 1. Alminnelige regler

§ 1. Anvendelsesområde

Denne forskrift gjelder for enhver innbydelse til tegning eller tilsvarende erverv av
- aksjer (i forbindelse med aksjeselskapsstiftelse og ved senere kapitalforhøyelser), eller
- grunnfondsbevis, eller
- obligasjoner med løpetid på minst 12 måneder

som ikke er børsnotert eller gjenstand for søknad om børsnotering når innbydelsen er rettet til flere enn 50 personer og emisjonen gjelder et beløp større enn 300.000 kroner og til og med 5 millioner kroner.

§ 2. Formål

Prospektet skal inneholde de opplysninger som, avhengig av særlige forhold omkring utsteder og arten av de verdipapirer som legges ut til offentlig tegning er nødvendige for at investorene skal kunne foreta en velfundert vurdering av utsteders aktiva og passiva, av økonomisk stilling, resultater og utsikter og av rettigheter knyttet til nevnte verdipapirer.

§ 3. Plikt til å utarbeide prospekt

Det skal utarbeides prospekt for de emisjoner som omfattes av § 1, med mindre innbydelsen gjelder verdipapirer av følgende typer:
1. Verdipapirer utstedt av stat eller av statens lokale administrative enheter eller av internasjonale statlige organisasjoner der en eller flere EØS-stater er medlemmer.
2. Aksjer eller verdipapirer som sidestilles med aksjer, og som i sin helhet tilbys i bytte for aksjer i samme selskap, forutsatt at tegningsinnbydelsen ikke innebærer forhøyelse av selskapets registrerte kapital.
3. Verdipapirer som arbeidsgiver eller et tilknyttet foretak legger ut til tegning for sine nåværende eller forhenværende ansatte eller til disses fordel.
4. Innbydelse om tegning av verdipapirer til personer som ledd i deres yrkesvirk-

somhet.

5. Euro-verdipapirer som det ikke reklameres for ved generelle reklamekampanjer eller ved direkte henvendelse.
   Med euro-verdipapirer menes her verdipapirer
   –som skal garanteres fulltegnet og distribueres av et syndikat der minst to av medlemmene har sitt forretningskontor i forskjellige stater, og
   –som legges ut til offentlig tegning i et stort omfang i én eller flere EØS-stater, utover den stat der utsteder har sitt forretningskontor, og
   –som kan tegnes eller erverves for første gang bare gjennom en kredittinstitusjon eller en annen finansinstitusjon.

§ 4. Innhold

Prospektet skal inneholde minst følgende opplysninger:

1.
   a)de ansvarlige for prospektet (navn, stilling og deres bekreftelse på at opplysningene i prospektet så langt de har kjennskap til er korrekte, og at prospektet ikke utelater noe som kan gjøre dets innhold misvisende).
   b)den offentlige tegningsinnbydelse og de verdipapirer som inngår i tegningsinnbydelsen (hvilken type verdipapirer som legges ut til tegning, emisjonens størrelse og formål, hvor mange verdipapirer som utstedes, og rettighetene knyttet til dem, kildeskatt på utbytte, i hvilket tidsrom tegningsinnbydelsen er åpen, fra hvilken dato det oppebæres utbytte, hvem som garanterer for fulltegning eller for tegningsinnbydelsen, eventuelle begrensninger med hensyn til verdipapirenes omsettelighet og de markeder der verdipapirene kan omsettes, hvilke virksomheter som fungerer som betalingsagent, verdipapirenes emisjonskurs dersom den er kjent, dersom den ikke er kjent på tidspunktet for utformingen av prospektet, fremgangsmåte og tidsplan for prisfastsettelse og eventuell forkjøpsrett, fremgangsmåte og tidsfrist for levering av verdipapirene).
   c)utsteder (navn, forretningskontor, stiftelsesdato, den lovgivning som gjelder for utstederen og rettslig form, utsteders formål, angivelse av register og utsteders registreringsnummer i registeret) og utsteders kapital (størrelsen på den kapital som utstedes, antall verdipapirer som representerer kapitalen og deres viktigste karakteristika, ikke innbetalt kapital, størrelsen på konvertible obligasjoner, ombyttelige obligasjoner eller obligasjoner med kjøpsrett, og regler for konvertering, bytte eller tegning, den eventuelle foretaksgruppe som utsteder utgjør en del av, når det gjelder aksjer skal følgende, utfyllende opplysninger gis: enhver andel som ikke representerer kapitalen, størrelsen på den autoriserte kapital og autorisasjonens varighet, angivelse av de aksjeeiere, dersom de er kjent, som direkte eller indirekte har eller kan ha avgjørende innflytelse på utsteders forvaltning).
   d)utsteders hovedvirksomhet (beskrivelse av hovedvirksomheten og eventuelt faktorer utenom det vanlige som har innvirket på virksomheten, avhengighet av patenter, lisenser eller kontrakter dersom de har avgjørende betydning, opplysninger om igangværende investeringer når de er betydelige, eventuelle tvister som er av vesentlig betydning for utsteders økonomiske stilling).
   e)utsteders aktiva og passiva, økonomisk stilling og resultater (årsregnskaper og eventuelt konsoliderte regnskaper, dersom utsteder bare setter opp konsoliderte årsregnskaper, skal disse tas med i prospektet, dersom utsteder setter opp både ikke-konsoliderte og konsoliderte årsregnskaper, skal

begge typer regnskap tas med i prospektet, utsteder har likevel mulighet til å ta bare ett av regnskapene med i prospektet, forutsatt at det regnskap som utelukkes, ikke inneholder tilleggsopplysninger av vesentlig art), delårsregnskaper, dersom de er blitt offentliggjort etter avslutningen av foregående regnskapsår, navnet på den som er ansvarlig for å revidere regnskapene, dersom vedkommende har tatt forbehold eller ikke ville anbefale regnskapene, skal disse forhold og hva som ligger til grunn, nevnes.

f) utsteders administrasjon, ledelse og kontrollorgan (navn, adresse, stilling, når det dreier seg om offentlig aksjeinnbydelse i et selskap med begrenset ansvar, godtgjørelse til medlemmene i administrasjons-, ledelses- og kontrollorganene),

g) i den grad følgende opplysninger kan være av vesentlig betydning for hvordan utstederen blir vurdert: utsteders seneste utvikling og utsikter (de seneste og vesentligste utviklingstendenser for utsteders forretninger etter avslutningen av foregående regnskapsår, opplysninger om utsteders utsikter for minst det løpende regnskapsår),

h) om verdipapirene skal registreres i Verdipapirsentralen og i tilfelle hvem som skal være kontofører for utsteder.

2. Når en offentlig tegningsinnbydelse gjelder obligasjoner garantert av en eller flere juridiske personer, skal opplysninger som nevnt i nummer 1 bokstav c) til g) ovenfor også gis når det gjelder garantistene.
3. Når en offentlig tegningsinnbydelse gjelder konvertible obligasjoner, ombyttelige obligasjoner, obligasjoner med kjøpsrett eller kjøpsretten selv, skal det også gis opplysninger om hvilken aksje- eller obligasjonstype de gir rett til, samt vilkår og bestemmelser i forbindelse med konvertering, bytte eller tegning. Når utstederen av aksjer eller obligasjoner er en annen enn utstederen av obligasjoner eller kjøpsretter, skal opplysningene nevnt i nummer 1 bokstav c) til g) gis også når det gjelder utsteder av aksjer eller obligasjoner.
4. Dersom en utsteders virksomhet har bestått i kortere tid enn hva som er angitt i nummer 1 ovenfor, skal det gis opplysninger bare for det tidsrom utsteders virksomhet har bestått.
5. Når enkelte av opplysningene nevnt i nummer 1 viser seg å være lite hensiktsmessige i forhold til utsteders virksomhet, rettslige form, eller i forhold til den type verdipapirer som legges ut til offentlig tegning, skal det utarbeides et prospekt som gir tilsvarende opplysninger, der de aktuelle punkter blir tilpasset.
6. Børsen kan for det enkelte tilfellet stille ytterligere krav til innholdet av prospektet hvis det finnes nødvendig for å ivareta de hensyn som er nevnt i § 2.

§ 5. Adgang til å gi helt eller delvis fritak for plikten til å utarbeide prospekt

Børsen kan for det enkelte tilfellet helt eller delvis frita for plikten til å utarbeide prospekt, bl.a.:

a) Når opplysningene som skal gis i henhold til denne forskrift, er tilgjengelige eller stilt til rådighet for investorene før det tidspunkt da prospektet er eller skulle ha vært offentliggjort eller stilt til rådighet for offentligheten i samsvar med denne forskrift i form av dokumenter som minst gir opplysninger tilsvarende dem som kreves i henhold til denne forskrift.
b) Når de verdipapirer som legges ut til tegning er obligasjoner eller andre omsettelige verdipapirer sidestilt med obligasjoner, som utstedes fortløpende eller gjentagne ganger av kredittinstitusjoner eller av andre finansinstitusjoner sidestilt med kredittinstitusjoner, som offentliggjør sine årsregnskaper regelmessig

og som, innenfor EØS, er stiftet eller regulert ved en særlov, eller i henhold til en slik lov, eller er underlagt offentlig tilsyn med sikte på å beskytte oppsparte midler.

c) Når de verdipapirer som legges ut til tegning er andre omsettelige verdipapirer sidestilt med obligasjoner, utstedt av selskaper eller andre juridiske personer som er hjemmehørende i en EØS-stat, og som
   – utøver sin virksomhet på grunnlag av statsmonopol, og
   – er stiftet eller regulert ved en særlov, eller i henhold til en slik lov, eller hvis innlån er dekket av en ubetinget og ugjenkallelig garanti fra en EØS-stat eller fra en av dens lokale administrative enheter.

d) Når de verdipapirer som legges ut til tegning er obligasjoner utstedt av juridiske personer, som ikke er selskaper, hjemmehørende i en EØS-stat, og
   – som er stiftet i henhold til en særlov,
   – som utøver en virksomhet som reguleres av nevnte lov, og som utelukkende består i:
   – å reise kapital ved emisjon av obligasjoner under tilsyn av de offentlige myndigheter, og
   – å finansiere produksjonsvirksomhet ved midler de selv har skaffet til veie, eller som er fremskaffet av en EØS-stat, og/eller å erverve eierandeler i slik virksomhet
   – hvis obligasjoner ved opptak til offisiell børsnotering sidestilles i den nasjonale lovgivning med obligasjoner som utstedes eller garanteres av staten.

§ 6. Adgang til å tillate at enkelte opplysninger utelates i prospektet

Børsen kan i det enkelte tilfellet tillate at enkelte opplysninger som skal gis i prospektet i henhold til § 4 utelates, herunder:

a) Dersom opplysningene har liten betydning og ikke kan innvirke på vurderingen av utsteders aktiva og passiva, økonomiske stilling, resultater og utsikter.
b) Dersom offentliggjøring av opplysningene vil være i strid med offentlighetens interesse eller føre til at utstederen blir alvorlig skadelidende, i sistnevnte tilfelle forutsatt at unnlatelse av offentliggjøring ikke kan virke villedende på offentligheten med hensyn til realiteter og omstendigheter som er av vesentlig betydning for vurderingen av verdipapirene.
c) Når den som tar initiativ til en tegningsinnbydelse verken er utsteder eller en tredjemann som handler på dennes vegne og utelatelsen gjelder opplysninger som initiativtaker normalt ikke vil være i besittelse av.

§ 7. Tillegg til prospekt

Enhver ny omstendighet og enhver vesentlig unøyaktighet i prospektet som kan få betydning for vurderingen av verdipapirene, og som fremkommer eller oppdages mellom tidspunktet for offentliggjøring av prospektet og tidspunktet for tegningsperiodens endelige utløp, skal nevnes eller rettes i et tillegg til prospektet som uten ugrunnet opphold skal offentliggjøres i samsvar med § 9.

§ 8. Registrering av prospekt

Før offentliggjøring skal prospektet innsendes til børsen for registrering. Før registrering skal børsen påse at prospektet omtaler de forhold som kreves etter denne forskrift.

Børsens beslutning vedrørende registrering skal foreligge senest innen en uke etter at prospektet er mottatt av børsen.

Beslutning om registrering skal straks offentliggjøres av børsen. Beslutning om å ikke foreta registrering skal offentliggjøres dersom allmenne hensyn tilsier det.

§ 9. Offentliggjøring

Prospektet skal offentliggjøres ved at det stilles vederlagsfritt til disposisjon for allmennheten på selskapets forretningskontor, på samtlige tegningssteder og på andre måter som Børsstyret fastsetter. Prospektet skal være offentliggjort i samsvar med denne paragraf senest samtidig med første tegningsdag.

§ 10. Tegningsinnbydelse

Dersom det skal utarbeides tegningsinnbydelse i henhold til lov, eller bestemmelse gitt i medhold av lov, eller tegningsinnbydelse ellers utarbeides, skal tegningsinnbydelsen medfølge prospektet ved registrering etter § 8.

§ 11. Fullstendig prospekt

Et prospekt som tilfredsstiller de krav som stilles etter forskrift 17. januar 1994 nr. 31 om krav til utforming, kontroll og offentliggjøring av emisjonsprospekter når emisjonen gjelder verdipapirer som ikke er børsnotert kan tre i stedet for prospekt som nevnt i denne forskrift. Dersom selskapet ønsker det skal prospektet kontrolleres av Børsen i samsvar med den nevnte forskrifts § 4–2.

§ 12. Registreringsavgift

Det skal betales en registreringsavgift til Børsen for registrering av prospekt etter denne forskrift.

Avgiften er kr 1.000,– pr. prospekt. Avgiften skal betales samtidig med innsendelse etter § 8, og registrering kan ikke skje før avgiften er betalt. Finner børsen å ikke kunne foreta registrering refunderes ikke avgiften, med mindre særlige grunner tilsier det.

§ 13. Ikrafttreden

Denne forskriften trer i kraft 1. februar 1994.

Prospekt som er under utarbeidelse og hvor det vil være forbundet med uforholdsmessige omkostninger å endre disse i tråd med forskriften, kan unntas denne forskriften. Slike prospekter må være oversendt Oslo Børs for kontroll etter forskriftens § 8 innen 1. mars 1994.

Vedlegg 4

Forskrift 17. januar 1994 nr. 32 om krav til utforming, kontroll og offenliggjøring av emisjonsprospekter når emisjoner gjelder verdipapirer som ikke er børsnotert

Fastsatt av Finans- og tolldepartementet 17. januar 1994 med hjemmel i lov av 14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel § 9 femte ledd bokstav b og f, jfr. kgl.res. 8. november 1991 nr. 725.

Kap. I. Innledning

§ 1–1. Anvendelsesområde

Forskriften gjelder prospekt ved visse emisjoner av aksjer, grunnfondsbevis og obligasjoner som ikke er børsnotert, uavhengig av om verdipapirene søkes børsnotert.

Nærmere regler om når det foreligger plikt til å utarbeide prospekt for aksjer og grunnfondsbevis og hvilke opplysninger som skal gis i slike prospekt, er inntatt i kap. II.

Nærmere regler om når det foreligger plikt til å utarbeide prospekt for obligasjoner og hvilke opplysninger som skal gis i slike prospekt er inntatt i kap. III.

Fellesregler om kontroll, offentliggjøring etc. av prospekter utarbeidet i henhold til kap. II og kap. III er inntatt i kap. IV.

§ 1–2. Formål

Prospekt utarbeidet etter denne forskrift skal opplyse om alle forhold som, avhengig av særlige forhold hos utsteder, er nødvendige for at investorene og deres investeringsrådgivere skal kunne foreta en velfundert vurdering av selskapets aktiva og passiva, økonomiske stilling, resultater og utsikter, og av rettigheter knyttet til aksjene. Prospektet skal ikke inneholde villedende eller ufullstendige opplysninger om forhold som må tillegges vekt ved bedømmelsen av spørsmålet om å erverve eller tegne aksjer i selskapet.

Kap. II. Emisjonsprospekt for aksjer og grunnfondsbevis

§ 2–1. Plikt til å utarbeide emisjonsprospekt for aksjer

Det skal utarbeides prospekt ved enhver innbydelse til tegning eller tilsvarende erverv av aksjer som ikke er børsnotert, når innbydelsen er rettet til flere enn 50 personer og gjelder et beløp større enn 5 millioner kroner. Tegner flere i fellesskap, anses hver enkelt som tegner. Prospekt skal utarbeides selv om innbydelsen er rettet til færre enn 50 personer dersom det skal utarbeides tegningsinnbydelse i henhold til lov eller bestemmelse gitt i medhold av lov.

Dersom innbydelsen til tegning er rettet til flere enn 50 personer og gjelder aksjer som søkes opptatt til børsnotering, skal det utarbeides prospekt også hvor innbydelsen gjelder et beløp på mer enn 300.000 kroner og til og med 5 millioner kroner.

§ 2–2. Innhold

Prospektet skal inneholde de opplysninger som skal gis i henhold til børsforskriften § 18–3, jfr. kap. 15.

§ 2–3. Grunnfondsbevis

Bestemmelsene i dette kapittel gjelder tilsvarende for grunnfondsbevis så langt de passer.

Kap. III. Emisjonsprospekt for låntagere

§ 3–1. Plikt til å utarbeide emisjonsprospekt

Det skal utarbeides prospekt ved enhver innbydelse til tegning eller tilsvarende erverv av obligasjoner som ikke er børsnotert, når innbydelsen er rettet til flere enn 50 personer og gjelder et beløp større enn 5 millioner kroner. Tegner flere i fellesskap, anses hver enkelt som tegner. Prospekt skal utarbeides selv om innbydelsen er rettet til færre enn 50 personer dersom det skal utarbeides tegningsinnbydelse i henhold til lov eller bestemmelse gitt i medhold av lov.

Dersom innbydelse til tegning er rettet til flere enn 50 personer og gjelder obligasjoner som søkes opptatt til børsnotering, skal det utarbeides prospekt også hvor innbydelsen gjelder et beløp på mer enn 300.000 kroner og til og med 5 millioner kroner.

Kravet om prospekt gjelder ikke lån som utstedes av en stat som er medlem av Det europeiske økonomiske samarbeidsområde.

§ 3–2. Innhold

Prospektet skal inneholde de opplysninger som skal gis i henhold til børsforskriften kap. 21.

Kap. IV. Fellesregler

§ 4–1. Dispensasjon og adgang til å kreve ytterligere opplysninger

Børsstyret kan i særlige tilfelle, herunder når tegneren på annen måte har fått tilstrekkelig informasjon, dispensere fra bestemmelsene i denne forskrift. Blant annet kan dispensasjon gis dersom:

a. opplysningene har liten betydning og ikke kan innvirke på vurderingen av utsteders aktiva og passiva, økonomiske stilling, resultater og utsikter, eller
b. offentliggjøring av opplysningene vil være i strid med offentlighetens interesse eller føre til at utstederen blir alvorlig skadelidende, i sistnevnte tilfelle forutsatt at unnlatelse av offentliggjøring ikke kan virke villedende på offentligheten med hensyn til realiteter og omstendigheter som er av vesentlig betydning for vurderingen av de aktuelle verdipapirer, eller
c. den som tar initiativet til innbydelsen hverken er utsteder eller en tredjemann som handler på dennes vegne og utelatelsen gjelder opplysninger som initiativtaker normalt ikke vil være i besittelse av.

Børsstyret kan stille ytterligere krav til innholdet av prospektet hvis det finnes nødvendig for å ivareta de hensyn som er nevnt i § 1–2.

§ 4–2. Kontroll av prospekt

Senest en uke før det innbyr til tegning, skal alt tegningsmateriale innsendes til børsstyret for kontroll.

Børsstyret skal kontrollere ethvert prospekt utarbeidet etter denne forskrift som angitt i verdipapirhandelloven § 9 før prospektet kan offentliggjøres.

Annonser, kunngjøringer, oppslag og dokumenter som bekjentgjør innbydelsen til tegning og som er spredt eller stilt til rådighet for offentligheten av den som innbyr til tegning, skal på forhånd oversendes Børsen som skal avgjøre om dokumentene skal kontrolleres før de offentliggjøres. Dokumentene skal opplyse om prospektet og angi hvor det er offentliggjort eller skal offentliggjøres i henhold til § 4–3.

Børsstyret skal avslutte kontrollen snarest, og senest en uke etter at det endelige prospekt, tegningsinnbydelse og annet tegningsmateriale er mottatt.

Børsen skal gi skriftlig meddelelse til utsteder om resultatet av kontrollen.

§ 4–3. Offentliggjøring av prospekt

Prospektet skal offentliggjøres ved at det stilles vederlagsfritt til disposisjon for allmennheten på selskapets forretningskontor, på samtlige tegningssteder og på andre måter som Børsstyret fastsetter.

I tillegg skal enten det fullstendige prospekt eller en melding om hvor offentligheten kan skaffe seg prospektet innrykkes i en riksdekkende avis så raskt som mulig. Utarbeides tegningsinnbydelse kan denne istedet annonseres.

§ 4–4. Tidspunkt for offentliggjøring av emisjonsprospekt

Prospekt skal være offentliggjort i samsvar med § 4–3 senest samtidig med første tegningsdag.

§ 4–5. Tillegg til prospekt

Enhver ny omstendighet og enhver vesentlig unøyaktighet som kan få betydning for vurderingen av aksjene, grunnfondsbevisene og obligasjonene og som fremkommer eller oppdages mellom tidspunktet for offentliggjøring av prospektet og tidspunktet for tegningsperiodens endelige utløp skal nevnes eller rettes i et tillegg til prospektet som skal godkjennes av Børsen i samsvar med § 4–2 og offentliggjøres og annonseres uten ugrunnet opphold i samsvar med § 4–3.

§ 4–6. Styrets ansvar

Selskapets styre er ansvarlig for at prospektet fyller kravene etter denne forskrift. Selskapets styre skal avgi en erklæring om at opplysningene i prospektet så langt de kjenner til er i samsvar med de faktiske forhold, og at det ikke forekommer utelatelser som er av en slik art at de kan endre prospektets betydningsinnhold. Prospektet skal underskrives av samtlige styremedlemmer.

§ 4–7. Emisjonsavgift

Foretak som skal utarbeide prospekt etter denne forskrift skal betale en emisjonsavgift ved enhver kapitalutvidelse.

Emisjonsavgiften beregnes ut fra det bruttobeløp kapitalen skal forhøyes med.

Emisjonsavgiften for de enkelte typer verdipapirer fastsettes for hvert år av børsrådet. Børsrådets vedtak skal forelegges Finansdepartementet for godkjennelse.

For verdipapirer med et annet pålydende enn norske kroner skal emisjonsavgiften beregnes og betales i norske kroner ut fra kursen på norske kroner og den aktuelle valuta på fakturadatoen. Emisjonsavgiften faktureres etter at børsen har avgitt sin uttalelse om tegningsmaterialets innhold, og forfaller til betaling tretti dager etter fakturadato.

§ 4–8. Samordningsregler

1. Når de samme verdipapirer samtidig eller med korte mellomrom legges ut til offentlig tegning i flere EØS-stater og prospektet som utgis i forbindelse med den offentlige tegningsinnbydelse er utformet i samsvar med Rdir 89/298/EØF artikkel 7, 8 eller 12, skal vedkommende myndighet i forbindelse med godkjenningen av prospektet, være myndigheten i den EØS-stat der selskapet har sitt forretningskontor, dersom den offentlige tegningsinnbydelse eller en eventuell søknad om opptak til offisiell notering på en fondsbørs finner sted i denne EØS-stat.
2. Dersom EØS-stat nevnt i nummer 1 i alminnelighet ikke krever forhåndskontroll av prospekter som utgis i forbindelse med offentlig tegningsinnbydelse, og vedkommende EØS-stat, berøres bare av den offentlige tegningsinnbydelse eller av en eventuell søknad om opptak til offisiell børsnotering, og i alle andre tilfeller, skal likevel den som innbyr til offentlig tegning, velge kontrollmyndigheten i en av de EØS-stater der den offentlige tegningsinnbydelse finner sted, og som i alminnelighet krever forhåndskontroll av prospekter som utgis i forbindelse med offentlig tegningsinnbydelse.
3. Med forbehold for en eventuell oversettelse skal slikt prospekt godkjennes som et prospekt i henhold til § 2–1 og § 3–1. Børsen kan likevel kreve at det i prospektet tilføyes opplysninger som er spesifikke for det norske markedet, særlig om inntektsskatteordningen, om de finansinstitusjoner som skal fungere som betalingsagent for utstederen i den aktuelle stat, og om hvordan meldinger til investorene skal offentliggjøres.
4. Et prospekt som er godkjent av vedkommende myndigheter i henhold til Rdir 80/390/EØF artikkel 24a, skal godkjennes som prospekt i henhold til § 2–1 og § 3–1, også om det er gitt delvis fritak eller dispensasjon i henhold til Rdir 80/390/EØF, likevel forutsatt at:
   a)denne type fritak eller dispensasjon kan gis også etter denne forskrift, og
   b)de forhold som berettiger fritak eller dispensasjon, foreligger også i Norge.
   Selv om vilkårene i første ledd bokstav a) og b) ikke er oppfylt, kan børsen godkjenne prospektet.

5. Den som fremsetter den offentlige tegningsinnbydelse, skal oversende instansene utpekt av de andre EØS-statene der den offentlige tegningsinnbydelse skal fremsettes, det prospekt selskapet har til hensikt å bruke i den aktuelle stat. Dette prospekt skal være identisk med det prospektet som er godkjent som angitt i nummer 1 og 2.

§ 4–9. Ikrafttreden.

Denne forskrift trer i kraft 1. februar 1994.

Emisjonsprospekter som er under utarbeidelse, og hvor det vil være forbundet med uforholdsmessige omkostninger å endre disse i tråd med forskriften kan unntas

denne forskriften. Slike prospekter må være oversendt Oslo Børs for kontroll etter forskriftens § 4–2 innen 1. mars 1994.

Vedlegg 5

Lov om verdipapirhandel §§ 6 og 6b, enkelte tolknings-spørsmål

Kredittilsynets Rundskriv 20/93

1 INNLEDNING

Den 10. februar 1992 trådte hovedregelen om innsidehandel i lov om verdipapirhandel av 14. juni 1985 nr. 61 («vphl.») § 6 første ledd første punktum, samt tredje ledd første punktum i kraft. Det samme gjorde regelen i vphl. § 6 om taushetsplikt og forbud mot rådgivning samt § 6b om handleforbud for ledende ansatte m.v. i visse perioder. Fra 1. mars 1993 trådte videre bestemmelsene om klareringsplikt for ledende ansatte m.v. ved kjøp av foretakets aksjer i kraft, se vphl. § 6 første ledd annet, tredje og fjerde punktum, samt annet ledd og tredje ledd annet punktum og utfyllende forskrifter fastsatt av Finans- og tolldepartementet den 23. desember 1992 med hjemmel i vphl. § 6 første ledd femte punktum, jfr. kgl. res. 8. november 1991 nr. 725.

Reglene i vphl. om innsidehandel reiser flere tolknings-spørsmål av generell betydning. Tilsynsmyndighetene har fått gjentatte henvendelser fra markedsaktørene tilknyttet forståelsen av reglene. Det er derfor et behov for at Kredittilsynet som veiledende tilsynsorgan gir uttrykk for sin forståelse av enkelte sentrale tolkningsspørsmål gjennom retningslinjer, uten at disse må anses for uttømmende.

I sin tilsynspraksis vil Kredittilsynet derfor **ta utgangspunkt** i nedenstående forståelse av reglene om innsidehandel, jfr. vphl. §§ 6 og 6b. Spesielle omstendigheter vil kunne medføre at Kredittilsynet legger en annen lovforståelse til grunn, og det vises også til at retningslinjene baserer seg på en kortvarig praksis av vphl. §§ 6 og 6b.

Retningslinjene er inndelt i tre hoveddeler. Under punkt **2)** omhandles den **generelle hovedregelen** i § 6 første ledd første punktum. I punkt **3)** drøftes **ledende ansattes m.v. undersøkelses- og klareringsplikt**, jfr. reglene i § 6 første ledd annet, tredje punktum samt annet ledd, og under punkt **4)** drøftes reglene om **handleforbud for ledende ansatte m.v.** i § 6b.

Retningslinjene må leses i sammenheng med verdipapirhandel-loven med endringer senest av 8. november 1991 nr. 75. Det henvises også til ovennevnte forskrift fastsatt av Finans- og tolldepartementet den 23. desember 1992 med hjemmel i vphl. § 6 første ledd femte punktum, jfr. kgl. res. 8. november 1991 nr. 725.

2 HOVEDREGELEN OM INNSIDEHANDEL – VPHL. § 6

Vphl. § 6 første ledd første punktum lyder:

> «Kjøp eller salg av verdipapirer som er gjenstand for organisert omsetning må ikke foretas av noen som har presise og fortrolige opplysninger om verdipapirene, utstederen av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen på verdipapirene vesentlig.»

Kredittilsynet vil legge følgende forståelse av vphl. § 6 første ledd første punktum til grunn:

a) **Emisjoner**

Vphl. § 6 første ledd første punktum får ikke anvendelse ved utstedelse eller tegning av verdipapirer ifb. med emisjoner.

Det presiseres at vphl. § 5 annet ledd om at ingen må benytte urimelige forretningsmetoder i verdipapirhandelen vil hindre bruk av kurssensitiv informasjon som ikke er gjort tilgjengelig i markedet ifb. med en emisjon, jfr. vphl. § 9 om krav til tegningsinnbydelse. Brudd på vphl. §§ 5 og 9 er belagt med straff i form av bøter og/eller fengsel i inntil ett år, jfr. vphl. § 62 annet ledd nr. 1 og 2. Se i denne sammenheng også §§ 273 samt 274 i straffeloven av 22. mai 1902 nr. 10.

b) **Handel foretatt gjennom tredjemann eller på vegne av tredjemann**

Handel i fremmed navn og for egen regning

Vphl. § 6 føste ledd første punktum får anvendelse ovenfor den person som foretar kjøp eller salg av verdipapirer for egen regning uten hensyn til om handelen foretas i eget navn eller gjennom tredjemann, f.eks. ved kjøp gjennom megler.

Handel i eget navn og for fremmed regning

Vphl. § 6 første ledd første punktum vil som hovedregel omfatte handler foretatt i eget navn men for fremmed regning, det vil si den som utfører oppdrag i eget navn men for annens regning. Unntak kan likevel tenkes. Forarbeidene har sagt om dette:

«Eksempler på handel som ikke vil være rettstridig selv om man har»innsideinformasjon«vil være fondsmeglers utførelser av ordrer for andre. Dersom en fondsmegler f.eks. blir benyttet som rådgiver ved et oppkjøp (og får taushetsplikt og ikke kan gi råd), kan han likevel gjennomføre vanlig virksomhet i form av kjøp og salg i samsvar med oppdrag fra kunder.» Se Innst. 0 nr. 5 1990-91 side 5.

Kredittilsynet vil understreke at utførende megler i eksemplet over kun *passivt* kan utføre ordre på *konkret* initiativ fra kunden. Det er videre klart at megleren i nevnte situasjon ikke kan handle for regning av en uvitende kunde på bakgrunn av en generell handels-fullmakt, eksempelvis ved aktiv forvaltningsservice, se vphl. kap. 5.

Kredittilsynet finner det imidlertid hensiktsmessig at fondmeglerforetaket organiserer virksomheten slik at kurssensitiv informasjon i så liten grad som mulig spres i foretaket, samt at meglere med kurssensitiv informasjon normalt unnlater å foreta handler i det aktuelle papiret.

Handel i fremmed navn og for fremmed regning

Vphl. § 6 første ledd første punktum får anvendelse når en ansatt i et foretak handler verdipapirer på foretakets vegne. Ansatte med kjennskap til fortrolige og presise opplysninger som er egnet til å påvirke kursen på det aktuelle verdipapir vesentlig kan mao. ikke delta i utførelsen av foretakets verdipapirhandel. Den ansatte kan etter vphl. § 62 første ledd straffes med bøter og/eller fengsel i inntil 6 år. I tillegg kan straffelovens § 48a om foretaksstraff komme til anvendelse.

Et særskilt spørsmål oppstår når en ledende ansatt i foretaket har fortrolig informasjon om et verdipapir mens en annen ansatt i samme foretak handler i papiret. For at den som utfører transaksjonen ikke skal rammes av § 6 første ledd første punktum må vedkommende ikke ha hatt kjennskap til de fortrolige opplysningene. Om problem-stillingen, som vedfører informasjonsflyten i foretaket, har forarbeidene uttalt følgende:

«Særlige spørsmål kan oppstå der en sentral person i ledelsen i en virksomhet med en verdipapirportefølje også sitter i ledelsen i et foretak som har utstedt verdi-papirer. Vedkommende vil kunne inneha fortrolige opplysninger om utsteder, samtidig som investorforetaket kjøper eller selger verdipapirer. Før

slike situasjoner oppstår vil det være viktig at de aktuelle virksomhetene etablerer tilfredsstillende rutiner som sikrer at investeringsbeslutningene og eventuelle fortrolige opplysninger holdes atskilt. Tilfredsstillende rutiner vil kunne bidra til å svekke en eventuell mistanke om at fortrolig informasjon utnyttes. Også i slike tilfelle vil tilsynsmyndighetene, påtale-myndigheten og eventuelt domstolene måtte foreta en konkret vurdering dersom kjøp eller salg viser seg å være foretatt i en periode hvor fortrolig informasjon forelå.»
Se Innst. 0. nr. 5 1991-92 side 4.
I særskilte tilfelle vil således den som har den fortrolige informasjonen kunne rammes av et medvirknings-ansvar, jf. vhpl. § 62 tredje ledd. Dette kan tenkes selv om den som utfører handelen ikke har kjennskap til den fortrolige informasjonen, f.eks. hvor vedkommende med de fortrolige opplysningene ikke handler selv, men øver innflytelse over hvilke handler som foretas på vegne av foretaket.

c) **Overgang ved arv og gave m.v.**
Vphl. § 6 første ledd første punktum gjelder ikke hvor verdipapirer skifter eier ved arv eller gave. Dette må anses som klart ved rene tilfeller, dvs. hvor det ikke betales vederlag i noen form, direkte eller indirekte, for papirene.
Vphl. § 6 første ledd første punktum vil normalt ikke omfatte overgang av en persons verdipapirer til et selskap som eies 100 pst. av selger selv om det betales vederlag for papirene. Det samme er tilfelle hvis overgangen skjer mellom to selskaper som begge er 100 pst. eid av samme eier. Et unntak vil kunne gjelde for foretak i finanskonsern, jfr. lov av 10 juni 1988 nr. 40 om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner § 2a-8.

3 VPHL. § 6 FØRSTE LEDD ANNET, TREDJE OG FJERDE PUNKTUM SAMT ANNET LEDD - UNDERSØKELSES- OG KLARERINGSPLIKT FOR SELSKAPETS LEDENDE ANSATTE M.V.

Vphl. § 6 første ledd annen, tredje, fjerde og femte punktum samt annet ledd lyder som følger:

> «Styremedlem, medlem av kontrollkomité, revisor eller ledende ansatt hos utsteder av verdipapirer kan ikke kjøpe eller selge verdipapirer som foretaket har utstedt utenførst å ha undersøkt om det foreligger opplysninger som nevnt i første punktum om foretaket. Kjøpet eller salget skal på forhånd klareres av foretakets øverste administrative leder. Foretakets øverste administrative leder skal for eget vedkommende innhente klarering fra sin foresatte (styreleder). Kongen kan gi nærmere regler om fremgangsmåten ved klarering.
>
> Dersom kjøp eller salg som nevnt i første ledd annet punktum forsettlig ikke på forhånd er klarert som angitt i første ledds tredje eller fjerde punktum, og det ikke på annen måte er sannsynliggjort at vedkommende ikke hadde opplysninger som nevnt, skal det legges til grunn at vedkommende hadde opplysninger om utsteder som nevnt i første ledd første punktum.»

Det henvises videre til forskrift om klareringsplikten fastsatt av Finansdepartementet den 23. desember 1992, jfr. kgl. res. av 8. november 1991 nr. 725, samt følgebrev med retningslinjer vedrørende hva øverste administrative leder normalt skal foreta seg for at klareringsplikten anses oppfylt.

Kredittilsynet vil legge til grunn følgende forståelse av vphl. regler om ledende ansattes m.v. undersøkelses- og klareringsplikt:

a) **Emisjoner**
Reglene om ledende ansattes m.v. undersøkelses- og klareringsplikt får ikke

anvendelse ved utstedelse eller tegning av verdipapirer ifb. med emisjoner.
Det presiseres at vphl. § 5 annet ledd om at ingen må benytte urimelige forretningsmetoder i verdipapirhandelen vil hindre bruk av kurssensitiv informasjon som ikke er gjort tilgjengelig i markedet ifb. med en emisjon, jfr. § 9 om krav til tegningsinnbydelse. Brudd på vphl. §§ 5 og 9 er belagt med straff i form av bøter og/eller fengsel i inntil ett år, jfr. vphl. § 62 annet ledd nr. 1 og 2. Se i denne sammenheng også §§ 273 samt 274 i straffeloven av 22. mai 1902 nr. 10.

b) **Forholdet mellom undersøkelses- og klareringsplikten**
Undersøkelsesplikten er generell, og kan i gitte situasjoner tenkes å favne videre enn reglene om klareringsplikten. Kredittilsynet vil imidlertid normalt gå ut i fra at undersøkelsesplikten er oppfylt hvis klareringsreglene i § 6 første ledd tredje og fjerde setning og annet ledd samt forskrifter er fulgt.

c) **Handel foretatt gjennom tredjemann eller på vegne av tredjemann**
Handel i fremmed navn og for egen regning
Reglene om undersøkelses- og klareringsplikt får anvendelse ovenfor en ledende ansatt m.v. som foretar kjøp eller salg av verdipapirer for egen regning uten hensyn til om handelen foretas i eget navn eller ved kjøp gjennom tredjemann, f.eks. ved kjøp gjennom megler.
Handel for fremmed regning
Reglene om klarerings- og undersøkelsesplikten for ledende ansatte m.v. får anvendelse på handler den ledende ansattes m.v. foretar for fremmed regning. Transaksjoner som skal klareres vil f.eks. være handler foretatt av styremedlem på vegne av foretaket. Et annet tilfelle som faller inn under klareringspliktreglene er når den som handler er ledende ansatt m.v. i to foretak, og vedkommende handler i det ene foretakets papirer på vegne av det andre foretaket.
I den grad klareringsplikten medfører praktiske problemer for foretakene, vil rutiner som legger ansvaret for de konkrete handler til personer som ikke er ledende ansatte m.v. kunne bidra til å redusere disse. Kredittilsynet viser i den anledning til det som er sagt over under punkt 2 b) om betydningen av rutiner ved handel i fremmed regning ift. § 6 første ledd første punktum. For å unngå klareringsplikten ved foretakets egenhandel kan ikke ledende ansatte m.v. delta i denne utover å utforme generelle retningslinjer o.l.

d) **Overgang ved arv og gave**
Reglene om undersøkelses- og klareringsplikt gjelder ikke hvor verdipapirer skifter eier ved arv eller gave. Dette må anses som klart ved rene tilfelle av arv eller gave, dvs. hvor det ikke betales vederlag i noen form, direkte eller indirekte.
Reglene om undersøkelses- og klareringsplikt vil normalt ikke omfatte overgang av en ledende ansattes m.v. verdipapirer til et selskap som eies 100 pst. av selger selv om det betales vederlag for papirene. Det samme er tilfelle hvis overgangen skjer mellom to selskaper som begge er 100 pst. eid av samme eier.

4 VPHL. § 6B – HANDLEFORBUD FOR LEDENDE ANSATTE M.V. I VISSE PERIODER

Vphl. § 6b lyder:

«Styremedlem, medlem av kontrollkomitè, revisor eller ledende ansatt hos utsteder av verdipapir må ikke kjøpe eller selge verdipapirer som er utstedt av denne utstederen og som er gjenstand for organisert omsetning, i tidsrommet to måneder før offentliggjøring av styrets forslag til utsteders årsoppgjør, eller to måneder før foreløpig årsoppgjør dersom dette offentliggjøres tidligere, og en måned før offentliggjøring av utsteders delårsrapport. Tilsvarende gjelder for opsjoner eller terminer

til slike verdipapirer. Børsstyret kan i særlige tilfelle tillate kjøp eller salg i de nevnte tidsrom.

Forbudet i første ledd gjelder ikke ved salg av tegningsretter i forbindelse var i samsvar med og ved utløpet av tidligere inngått opsjons- eller terminkontrakt.» Kredittilsynet vil legge følgende forståelse av vphl. § 6b til grunn:

a) **Emisjoner**

Vphl. § 6b får ikke anvendelse ved utstedelse eller tegning av verdipapirer ifb. med emisjoner. Ledende ansatte m.v. kan derfor tegne seg i foretakets emisjon selv om denne finner sted i forbudsperiodene før offentliggjøring av regnskapstallene.

Det presiseres at vphl. § 5 annet ledd om at ingen må benytte urimelige forretningsmetoder i verdipapirhandelen vil hindre bruk av kurssensitiv informasjon som ikke er gjort tilgjengelig i markedet ifb. med en emisjon, jfr. § 9 om krav til tegningsinnbydelse.

Brudd på vphl. §§ 5 og 9 er belagt med straff i form av bøter og/eller fengsel i inntil ett år, jfr. vphl. § 62 annet ledd nr. 1 og 2. Se i denne sammenheng også §§ 273 samt 274 i straffeloven av 22. mai 1902 nr. 10.

b) **Handel foretatt gjennom tredjemann eller på vegne av tredjemann**

Handel i fremmed navn og for egen regning

Vphl. § 6b får anvendelse ovenfor den ledende ansatte m.v. som foretar kjøp eller salg av verdipapir for egen regning uten hensyn til om handelen foretas i eget navn eller ved kjøp gjennom tredjemann, f.eks. ved kjøp gjennom megler.

Handel for fremmed regning

Vphl. 6b får ikke anvendelse når det handles for fremmed regning. Eksempelvis når ledende ansatte m.v. deltar i foretakets handel i egne papirer. Det understrekes imidlertid at hovedregelen i vphl. § 6 første ledd første punktum samt reglene om klareringsplikt i samme ledds annet, tredje og fjerde punktum omfatter handel i fremmed regning.

c) **Overgang ved arv og gave**

Vphl. § 6b gjelder ikke hvor verdipapirer skifter eier ved arv eller gave. Dette må anses som klart ved rene tilfelle av arv eller gave, dvs. hvor det ikke betales vederlag i noen form, direkte eller indirekte.

Vphl. § 6b vil normalt ikke omfatte overgang av en persons verdipapirer til et selskap som eies 100 pst. av selger selv om det betales vederlag for papirene. Det samme er tilfelle hvis overgangen skjer mellom to selskap som begge er 100 pst. eid av samme eier.

Kredittilsynet viser i denne sammenheng til vphl. § 6b første ledd siste punktum, hvoretter Børsstyret etter søknad i særlige tilfelle kan gi tillatelse til at kjøp eller salg kan foretas innen bestemmelsens forbudsperioder.

Andre utgaver av dokumentet

Hent opp dokumentet i HTML-format

Slik ser det ut med Internett browser mot CD-ROM'en



NORGES OFFENTLIGE UTREDNINGER
NOU 1994:4

Kontrollen med «de hemmelige tjenester»

Innstilling fra EOS-kommisjonen, oppnevnt ved Kgl. resolusjon 24. september 1993
Avgitt 7. februar 1994

- Oversendelsesbrev
- Innholdsfortegnelse

Utgiver:
STATENS FORVALTNINGSTJENESTE
SEKSJON STATENS TRYKNING

Trykt utgave:
ISSN: 0333-2306
ISBN: 82-583-0279-5
Trykk: Falch Hurtigtrykk as, Oslo
OSLO 1994

Elektronisk utgave:
ISSN:0806-2633 (NOU Computerfile)
+//ISBN: 82-583-0279-5// DOCUMENT NOU 1994: 4//NO
HTML-versjon: Falch Infotek as, OSlo

Du må ha en Internett browser for å gjøre dette

Hent opp i tekstformat (RTF)



Kapittel

1 2 3 4 5 6 7 8 9 10
11 12 13 14 15 16

Vedlegg

1 2 3 4 5

NOU

NORGES OFFENTLIGE UTREDNINGER

1994

1995

1996

ODIN HVIS DU HAR INTERNETT

HJELP BRUKERDOKUMENTASJON



MUP
MEDIE UAVHENGIG PUBLISERING