



FINANSTILSYNET

THE FINANCIAL SUPERVISORY
AUTHORITY OF NORWAY

Høringsnotat om gjennomføring av forordning om SMB-vekstmarkeder

Forslag til endringer i
verdipapirhandelloven og
verdipapirforskriften

DATO:
26. mars 2021

Innhold

1	Innledning	4
2	Kort om SMB-vekstmarkeder	5
3	Endringer i markedsmisbruksforordningen (MAR)	6
3.1	Innsidelister	6
3.1.1	Gjeldende regler i markedsmisbruksforordningen (MAR)	6
3.1.2	Forventet EØS-rett	6
3.1.3	Finanstilsynets vurdering av om det bør gis nasjonale regler	7
3.2	Øvrige endringer i MAR	8
3.2.1	Markedssonderinger	8
3.2.1.1	Gjeldende regler i MAR	8
3.2.1.2	Forventet EØS-rett	8
3.2.1.3	Finanstilsynets vurdering	9
3.2.2	Likviditetskontrakter	9
3.2.2.1	Gjeldende regler i MAR	9
3.2.2.2	Forventet EØS-rett	9
3.2.2.3	Finanstilsynets vurdering	10
3.2.3	Enklere formkrav for beslutning om utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon for utstedere på SMB-vekstmarkeder	10
3.2.3.1	Gjeldende regler i MAR	10
3.2.3.2	Forventet EØS-rett	10
3.2.3.3	Finanstilsynets vurdering	11
3.2.4	Meldepliktig verdipapirhandel – frist for offentliggjøring av transaksjoner fra personer med ledelsesansvar og deres nærstående	11
3.2.4.1	Gjeldende regler i MAR	11
3.2.4.2	Forventet EØS-rett	11
3.2.4.3	Finanstilsynets vurdering	12
3.2.5	Presisering av MAR artikkel 18 når det gjelder personer som opptrer på vegne av utsteder eller på utstедers regning	12
4	Endringer i prospektforordningen	12
4.1	Adgangen til å utarbeide prospektlignende dokument begrenses	12
4.1.1	Gjeldende rett	12
4.1.2	Forventet EØS-rett	13
4.2	Virkeområdet for forenklet prospekt for sekundærutstedelser utvides	13
4.2.1	Gjeldende rett	13
4.2.2	Forventet EØS-rett	14
4.3	Virkeområdet for EU vekstprospekt utvides	15
4.3.1	Gjeldende rett	15
4.3.2	Forventet EØS-rett	15
4.4	Finanstilsynets vurdering av endringene til prospektforordningen	15
5	Endringer i MiFID II	16
6	Økonomiske og administrative konsekvenser	16
7	Forslag til endringer i verdipapirhandelloven og verdipapirforskriften	17

7.1	Endringer i verdipapirhandelloven	17
7.2	Endringer i verdipapirforskriften	18

1 Innledning

Finansdepartementet ba ved brev av 6. oktober 2020 Finanstilsynet om å utrede behovet for endringer i norsk rett for å gjennomføre forventede EØS-forpliktelser som følge av Europaparlamentets- og rådsforordning (EU) 2019/2115 som ble vedtatt i EU 27. november 2019 om fremme av SMB-vekstmarkeder (SMB-forordningen). Forordningen trådte i kraft 31. desember 2019 i EU, med unntak av artikkel 1 som trådte i kraft 1. januar 2021. Forordningen er foreløpig ikke tatt inn i EØS-avtalen, men det forventes at den vil bli det.

SMB-forordningen medfører lemping på enkelte forpliktelser for foretak notert på såkalte vekstmarkeder for små og mellomstore bedrifter (SMB-vekstmarked), og innebærer at det gjennomføres endringer i følgende forordninger:

- Markedsmisbruksforordningen - Europaparlaments- og rådsforordning (EU) nr. 596/2014 (MAR)
- Prospektforordningen - Europaparlaments- og rådsforordning (EU) nr. 2017/1129

Begge forordningene er gjennomført ved henvisning (inkorporasjon) i verdipapirhandelloven (vphl) §§ 3-1 og 7-1.

Endringene i MARs regler om markedssonderinger og fristen for utstedere til å offentliggjøre transaksjoner utført av personer med ledelsesansvar og deres nærstående, gjelder generelt og ikke bare i tilknytning til SMB-vekstmarkeder.

SMB-forordningen gjennomfører i tillegg en mindre endring i Europaparlamentets og rådets direktiv 2014/65/EU om finansielle instrumenter (MiFID II).

SMB-forordningen gir ikke nasjonalt handlingsrom bortsett fra en adgang for et valg knyttet til innsidelister.

Endringen i MiFID II nødvendiggjør ikke endringer i verdipapirhandelloven eller verdipapirforskriften.

I punkt 2 redegjøres det kort for SMB-vekstmarkeder. I punkt 3 redegjøres det for endringer i MAR. I punkt 4 redegjøres det for endringer i prospektforordningen, og i punkt 5 for endringen i MiFID II. Administrative og økonomiske konsekvenser av forslaget er omhandlet i punkt 6 og forslag til endringer verdipapirhandelloven og verdipapirforskriften følger av punkt 7.

2 Kort om SMB-vekstmarkeder

SMB-vekstmarkeder ble introdusert ved MiFID II. Formålet var blant annet å bedre små og mellomstore bedrifters tilgang på kapital, bedre vekstvilkårene, og legge til rette for videreutvikling av spesialiserte markeder som tar hensyn til behov hos utstedere og investorer på SMB-vekstmarkeder. Det ble i fortalen til MiFID II påpekt at det også i fremtidig lovgivning bør være fokus på hvordan slike markeder ytterligere kan fremmes ved at de blir attraktive for investorer, reduserer administrative byrder for utstedere og gir videre incentiver for utstedere til å hente inn kapital på slike markeder.

I norsk rett er regler om SMB-vekstmarkeder gjennomført i vphl § 9-31. Det fremgår av bestemmelsens første ledd at Finanstilsynet etter søknad fra operatør av en multilateral handelsfasilitet kan registrere fasiliteten som vekstmarked for små og mellomstore bedrifter.

Små og mellomstore bedrifter er definert som bedrifter som har en gjennomsnittlig markedsverdi på mindre enn et beløp i norske kroner som svarer til 200 millioner euro beregnet på grunnlag av sluttkursen for de tre foregående kalenderårene, jf. vphl § 9-31 annet ledd.

I følge vphl § 9-31 tredje ledd kan registrering som vekstmarked for små og mellomstore bedrifter bare skje dersom:

1. minst 50 prosent av utstederne av de finansielle instrumentene som er opptatt til handel på en multilateral handelsfasilitet, er små og mellomstore bedrifter på det tidspunkt den multilaterale handelsfasiliteten registreres som et vekstmarked for små og mellomstore bedrifter, og i hvert kalenderår deretter,
2. det er fastsatt egnede kriterier for opptak til handel av finansielle instrumenter fra utstedere på markedet og deres løpende forpliktelser,
3. det før opptak til handel er offentliggjort tilstrekkelige opplysninger til at investorer kan ta en velbegrunnet beslutning om hvorvidt de skal investere i de finansielle instrumentene, enten i et egnet opptaksdokument eller et prospekt dersom kravene i kapittel 7 får anvendelse på et tilbud til offentligheten,
4. en utsteder på markedet fremlegger, eller det fremlegges på vegne av denne, regelmessige og egnede periodiske finansielle rapporter,
5. utstedere på markedet som definert i forordning (EU) nr. 596/2014 artikkel 3 nr. 1 punkt 2, personer med overordnet ansvar som definert i forordningen artikkel 3 nr. 1 punkt 25, og personer med nær forbindelse til slike, som definert i nevnte forordningen artikkel 3 nr. 1 punkt 26, oppfyller relevante krav etter forordningen,
6. påkrevde opplysninger om utstederne på markedet oppbevares og offentliggjøres,
7. det er innført effektive systemer og kontroller for å hindre og avdekke markedsmissbruk på vedkommende marked i samsvar med kravene i kapittel 3.

Det er i dag ingen handelsplasser registrert som SMB-vekstmarkeder i Norge. Det er likevel sannsynlig at det vil kunne bli registrert SMB-vekstmarkeder i Norge i fremtiden. Det finnes i dag en multilateral handelsfasilitet i Norge for verdipapirer, Euronext Growth. Denne drives av Oslo Børs.

3 Endringer i markedsmisbruksforordningen (MAR)

3.1 Innsidelister

3.1.1 Gjeldende regler i markedsmisbruksforordningen (MAR)

Etter gjeldende regler i MAR er utstedere av finansielle instrumenter som er tatt opp til handel på et SMB-vekstmarked unntatt fra plikten til å utarbeide innsideliste etter MAR artikkel 18 (1) bokstav a) såfremt:

- Utstederen har truffet alle nødvendige tiltak for å sikre at alle personer som har tilgang til innsideinformasjon, bekrefter at de er kjent med de rettslige forpliktelsene som følger av dette, og vet hvilke sanksjoner som er knyttet til innsidehandel og ulovlig spredning av innsideinformasjon.

Ustederen skal likevel på forespørsel være i stand til å oversende innsideliste til tilsynsmyndigheten, se MAR artikkel 18 (6) b). Et standardisert format for innsideliste som skal benyttes av utsteder på et SMB-vekstmarked er inntatt som vedlegg 2 til kommisjonsforordning 2016/347. Informasjonen som skal fylles ut i det standardiserte formatet er noe mindre omfattede enn det som skal fylles ut i innsideliste for utstedere som ikke har finansielle instrumenter opptatt til handel på SMB-vekstmarked.

3.1.2 Forventet EØS-rett

Punkt 10 i fortalet til SMB-forordningen viser til at de enklere reglene som i dag finnes for utstedere på SMB-markeder til å utarbeide innsidelister er av liten praktisk betydning siden utstederne uansett kontinuerlig må overvåke flyten av innsideinformasjon til personer som deltar i løpende prosjekter. SMB-forordningen artikkel 1 endrer MAR artikkel 18 (6) a slik at utstedere på SMB-vekstmarked er berettiget til å la innsidelistene kun omfatte personer som på grunn av sin stilling eller sitt verv regelmessig har tilgang til innsideinformasjon ("due to the nature of their function or position within the issuer, have regular access to inside information"). Slik Finanstilsynet forstår denne bestemmelsen, vil SMB-utstedere ha plikt til å listeføre personer som har regelmessig tilgang til innsideinformasjon, uavhengig av om personen har hatt tilgang på innsideinformasjon i det konkrete tilfelle. Videre vil det ikke være plikt til å listeføre andre personer, selv om disse personene i det konkrete tilfelle har hatt tilgang til innsideinformasjon.

Innsidelisten skal som tidligere oversendes tilsynsmyndighetene så snart som mulig etter å ha mottatt en forespørsel om dette, jf. MAR artikkel 18 nr. 6 tredje ledd.

Dersom det kan begrunnes i konkrete nasjonale hensyn for å bevare markedets integritet ("specific national market integrity concerns"), åpner forordningen for at medlemsstatene kan fastsette nasjonale regler som pålegger utstedere på SMB-vekstmarkeder å føre innsidelister som omfatter personer som faktisk har tilgang til innsideinformasjon, dvs. i tråd med hovedprinsippet i MAR artikkel 18 (1) bokstav a). Kravet til innhold i slike innsidelister fastsettes av ESMA og vil være mindre byrdefullt enn for utstedere som er notert på andre markedsplasser.

3.1.3 Finanstilsynets vurdering av om det bør gis nasjonale regler

Som nevnt er det sannsynlig at det vil bli registrert SMB-vekstmarkeder i Norge. Det har vært en økende interesse for investeringer i aksjer handlet på den norske MHF-en. Gjennom 2020 har det vært en stor økning i antall selskaper som har blitt notert der. Erfaringen viser at det er en del ikke-profesjonelle investorer som deltar i dette markedet. Når det gjelder notering på MHF er opptakskravene mindre strenge enn for regulerte markeder og enkelte offentligrettslige bestemmelser som skal sikre gjennomsiktighet, vil ikke gjelde.

Innsidelister som viser hvem som har fått innsideinformasjon med en tidfesting av dette, har vært et viktig redskap ved Finanstilsynets undersøkelser omkring innsidehandel. Disse listene bidrar trolig også til forebygging av innsidehandel ved at personer i utsteder får opplyst når de har blitt listeført og dermed når selskapet anser at de har tilgang på innsideinformasjon. Videre vil det bedre utsteders kontroll med flyten av innsideinformasjon. Behovet for nøyaktige og fullstendige lister vil derfor være viktig for å fremme investorbeskyttelse og styrke den allmenne tilliten til SMB-vekstmarkeder dersom det blir registrert slike i Norge. Kravene i forordningen til en nasjonal begrunnelse berøres i fortalens pkt. 10:

However, since some Member States consider insider lists to be important for ensuring a higher level of market integrity, Member States should be given the option of introducing a requirement for issuers whose financial instruments are admitted to trading on an SME growth market to provide more extensive insider lists that include all persons who have access to inside information.

Med bakgrunn i overnevnte foreslår Finanstilsynet å benytte seg av adgangen til å gi strengere regler enn forordningens hovedregel. Slik Finanstilsynet vurderer det vil strengere krav til innsidelister ikke påvirke konkurransen eller tilgangen på kapital på en negativ måte.

For ordens skyld nevnes det også at Sverige – som også har et stort innslag av nynoteringer på MHF - har benyttet adgangen til å vedta en lovbestemmelse om at innsidelister for SMB-utstedere skal omfatte alle personer som har tilgang til innsideinformasjon. Som tidligere nevnt vil det uansett stilles mindre strenge krav til innholdet i slike innsidelister enn i de alminnelige innsidelistene.

I rapport til Kommisjonen av 27. oktober 2020 har ESMA utarbeidet forslag til endring av kommisjonsforordning 2016/347¹ som endrer artikkel 3 og angir standardiserte maler for slike

¹ https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-3581_final_report_on_sme_gms_rts-its_under_mar_0.pdf

innsidelister som skal brukes av SMB-utstedere. Kommisjonen har så langt ikke fulgt opp forslaget fra ESMA.

Finanstilsynet foreslår at det i verdipapirhandelloven ny § 3-5 fastsettes at utstedere på et SMB-vekstmarked skal utarbeide innsidelister som omfatter alle personene nevnt i MAR artikkel 18 nr. 1 bokstav a.

3.2 Øvrige endringer i MAR

3.2.1 Markedssonderinger

3.2.1.1 Gjeldende regler i MAR

Etter MAR artikkel 11 nr. 4 skal markedssonderinger som følger angitte prosedyrekrav i MAR artikkel 11 nr. 3 og nr. 5, anses å skje som ledd i den normale utøvelsen av en persons arbeid, yrke eller forpliktelser, og ikke anses som en overtredelse av forbudet mot spredning av innsideinformasjon etter MAR artikkel 10.

Kravet i MAR artikkel 11 nr. 3 innebærer at det, før en markedssondering gjennomføres, skal vurderes om en markedssondering vil medføre formidling av innsideinformasjon. Begrunnelsen av og konklusjonen på vurderingen skal nedtegnes skriftlig. Plikten til å foreta vurderingen skal gjennomføres for hver formidling av informasjon i løpet av markedssonderingen, og nedtegnelsen skal oppdateres med eventuelle justeringer som følge av dette.

Kravet i MAR artikkel 11 (5) innebærer videre at markedsdeltaker som formidler informasjonen, før informasjonen legges frem, skal

- a) innhente samtykke fra de personene som skal motta markedssonderingen,
- b) underrette personen som mottar markedssonderingen, om at det er forbudt for ham/henne å utnytte eller forsøke å utnytte denne informasjonen ved direkte eller indirekte å erverve eller avhende, for egen eller en tredjeparts regning, finansielle instrumenter som denne informasjonen vedrører,
- c) underrette personen som mottar markedssonderingen, om at det er forbudt for ham/henne å utnytte eller forsøke å utnytte denne informasjonen ved å trekke eller endre en ordre som allerede er plassert, for et finansielt instrument som denne informasjonen vedrører, og
- d) underrette personen som mottar markedssonderingen, om at han/hun ved å samtykke til å motta informasjonen har plikt til å behandle informasjonen konfidensielt.

3.2.1.2 Forventet EØS-rett

SMB-forordningen artikkel 1 tilføyer et nytt punkt 1a i MAR artikkel 11, hvor det fremgår at dersom et tilbud bare rettes mot "profesjonelle investorer",² skal formidling av informasjon til disse investorene med det formål å forhandle kontraktsvilkår og betingelser for å få disse til å

² Som definert i Prospektforordningen artikkel 2 bokstav e

delta i plasseringen av obligasjoner foretatt av en utsteder som har finansielle instrumenter opptatt på en handelsplass, ikke utgjøre en markedssondering. Slik formidling av informasjon skal anses som ledd i den normale utøvelsen av en persons arbeid, yrke eller forpliktelser i henhold til MAR artikkel 10 nr. 1 og skal ikke innebære ulovlig spredning av innsideinformasjon.

Endringen innebærer at det i disse tilfellene ikke vil være krav om at prosedyrekravene i MAR artikkel 11 (3) og (5) følges, og innebærer med andre ord at tilbydere unntas fra regelverket for markedssonderinger ved tilbud om obligasjoner som utelukkende formidles til profesjonelle investorer.

Utsteder eller personer som opptrer på utsteders vegne eller for deres regning skal påse at den profesjonelle investoren som mottar informasjonen bekrefter skriftlig at vedkommende er klar over de rettslige forpliktelsene som følger av mottaket og sanksjonene som er anvendelig på innsidehandel og ulovlig spredning av innsidehandel.

Bestemmelsen er ikke begrenset til instrumenter som handles på SMB-vekstmarkeder, men gjelder obligasjoner opptatt til handel på enhver handelsplass som omfattes av MARs virkeområde, det vil si regulerte markeder, multilaterale handelsfasiliteter og organiserte handelsfasiliteter.

3.2.1.3 Finanstilsynets vurdering

Endringen medfører endringer i regler som er gjennomført i norsk rett ved henvisning (inkorporasjon) i verdipapirhandelloven § 3-1 første ledd og nødvendiggjør endring av inkorporasjonsbestemmelsen i verdipapirhandelloven § 3-1 første ledd.

3.2.2 Likviditetskontrakter

3.2.2.1 Gjeldende regler i MAR

En likviditetskontrakt er en kontrakt mellom utsteder og en finansiell mellommann hvor mellommannen har påtatt seg å selge og kjøpe utsteders aksjer for å bedre likviditeten. Etter omstendighetene kan slik aktivitet bli ansett som markedsmanipulasjon. Etter MAR artikkel 13 får forbudet mot markedsmanipulasjon ikke anvendelse på transaksjon, plassert handelsordre eller annen atferd forutsatt at personen som inngår en transaksjon, plasserer handelsordren eller deltar i enhver annen atferd, godtgjør at transaksjonen, ordren eller atferden er i samsvar med fastsatt akseptert markedspraksis (AMP).

AMP fastsettes av tilsynsmyndigheten etter en vurdering hvor tilsynsmyndigheten tar hensyn til kriterier angitt i MAR artikkel 13 (2) og i utfyllende rettsakt 2016/908, samt underretter ESMA. ESMA skal innen to måneder skal avggi en uttalelse om i hvilken grad den aksepterte markedspraksisen er i tråd med kriteriene som stilles.

I enkelte stater har tilsynsmyndigheten fastsatt AMP-er for likviditetsavtaler. Finanstilsynet har per dags dato ikke fastsatt noen akseptert markedspraksis for norske markeds plasser.

3.2.2.2 Forventet EØS-rett

SMB-forordningen artikkel 1 (2) tilføyer et nytt punkt 12 i MAR artikkel 13 som gjør det enklere for SMB-utstedere å benytte likviditetskontrakter i relasjon til egne aksjer i tilfeller

der det ikke er fastsatt akseptert markedspraksis for slike likviditetskontrakter i henhold til rettsakt 2016/908. De forenklede reglene innebærer at likviditetskontrakter i relasjon til egne aksjer for SMB-utstedere, på visse vilkår, kan benyttes selv om det ikke foreligger en akseptert markedspraksis etter rettsakt 2016/908.

Det vil i hovedsak være tilstrekkelig at likviditetskontrakten oppfyller de materielle vilkårene for en akseptert markedspraksis, samt inngås på en standardmal som vil bli fastsatt av Kommisjonen i utfyllende rettsakt til MAR. I den tidligere nevnte rapport til Kommisjonen av 27. oktober 2020 har ESMA utarbeidet forslag til Kommisjonsforordning med utkast til standardmal. Som nevnt har Kommisjonen så langt ikke fulgt opp ESMA's forslag.

Det er i tillegg krav om at likviditetsstilleren er gitt tillatelse av tilsynsmyndigheten i henhold til direktiv 2014/65 (MiFID II) og registrert som medlem hos markedsoperatøren eller verdipapirforetaket som er operatør av SMB-vekstmarkedet. Markedsoperatøren eller verdipapirforetaket som er operatør av SMB-vekstmarkedet skal skriftlig bekrefte overfor utsteder å ha mottatt en kopi av likviditetskontrakten og samtykket i kontraktsvilkårene.

Etter MAR artikkel 13 nytt punkt 12 annet ledd skal utsteder til enhver tid kunne påvise at kontraktsvilkårene er oppfylt. Utsteder og markedsoperatør eller verdipapirforetaket som er operatør av SMB-vekstmarkedet skal på anmodning sende tilsynsmyndigheten en kopi av likviditetskontrakten.

3.2.2.3 Finanstilsynets vurdering

Endringen medfører endringer i regler som er gjennomført i norsk rett ved henvisning (inkorporasjon) i verdipapirhandelloven 3-1 første ledd og nødvendiggjør endring av inkorporasjonsbestemmelsen i verdipapirhandelloven 3-1 første ledd.

3.2.3 Enklere formkrav for beslutning om utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon for utstedere på SMB-vekstmarkeder

3.2.3.1 Gjeldende regler i MAR

Etter MAR artikkel 17 (1) skal utsteder på en markeds plass så snart som mulig offentliggjøre innsideinformasjon som direkte vedrører utstederen. I henhold til MAR artikkel 17 (4) kan utsteder på visse vilkår likevel utsette offentliggjøringen av innsideinformasjon. Vilråene for slik utsettelse er nærmere angitt i MAR artikkel 17 (4) bokstavene a) til c).

I slike tilfeller skal utsteder umiddelbart etter at offentliggjøring har skjedd, underrette kompetent tilsynsmyndighet om at offentliggjøringen ble utsatt og gi en skriftlig begrunnelse for hvordan vilråene ble oppfylt, se MAR artikkel 17 (4) tredje ledd. Alternativt gir MAR myndighetene anledning til å fastsette at denne skriftlige begrunnelsen bare skal fremlegges på anmodning fra kompetent tilsynsmyndighet, se annet punktum. Norge har benyttet dette nasjonale valget og i henhold til verdipapirforskriften § 3-2 skal slik skriftlig redegjørelse for utsettelse kun sendes tilsynsmyndigheten på anmodning.

3.2.3.2 Forventet EØS-rett

SMB-forordningen tilføyer et nytt ledd i MAR artikkel 17 (4) for utstedere hvis finansielle instrumenter kun er tatt opp til notering på SMB-vekstmarked. I tilfeller der offentliggjøring av innsideinformasjon er utsatt, skal slike utstedere fremlegge skriftlig begrunnelse for at

vilkårene for utsettelse er oppfylt, til tilsynsmyndighetene kun etter anmodning. Så lenge en slik utsteder kan begrunne beslutningen om utsettelse, skal utstederen heller ikke være forpliktet til å oppbevare den skriftlige begrunnelsen for utsettelsen. Slike utstedere skal med andre ord kun underrette kompetent tilsynsmyndighet, og kun etter anmodning, om at offentliggjøringen har vært utsatt.

3.2.3.3 Finanstilsynets vurdering

For norske SMB-utstedere vil endringen i MAR som innebærer at utsteder kun skal fremlegge skriftlig begrunnelse for utsatt offentliggjøring på anmodning fra tilsynsmyndigheten, ikke ha nevneverdig betydning. Dette følger allerede av bestemmelsen i verdipapirforskriften § 3-2.

En reell endring vil imidlertid være at SMB-utstedere ikke plikter å oppbevare dokumentasjon på redegjørelsen. Utsteder må likevel kunne begrunne overfor tilsynsmyndigheten hvorfor offentliggjøringen av innsideinformasjon ble utsatt. Dersom tilsynsmyndigheten ut fra denne begrunnelsen konkluderer med at vilkårene for utsatt offentliggjøring ikke var oppfylt, vil det kunne ilegges overtredelsesgebyr for brudd på reglene om offentliggjøring av innsideinformasjon.

Endringen medfører endringer i regler som er gjennomført i norsk rett ved henvisning (inkorporasjon) i verdipapirhandelloven § 3-1 første ledd og nødvendiggjør endring av inkorporasjonsbestemmelsen i verdipapirhandelloven § 3-1 første ledd.

Etter Finanstilsynets vurdering bør verdipapirforskriften § 3-2 klargjøre at det for utstedere notert på SMB-vekstmarkeder er MAR artikkel 17 (4) fjerde ledd og ikke tredje ledd som kommer til anvendelse. Finanstilsynet foreslår et nytt annet ledd i verdipapirforskriften § 3-2, hvor det fremgår at § 3-2 (nytt første ledd) ikke gjelder for SMB-utstedere.

3.2.4 Meldepliktig verdipapirhandel – frist for offentliggjøring av transaksjoner fra personer med ledelsesansvar og deres nærstående

3.2.4.1 Gjeldende regler i MAR

Etter MAR artikkel 19 (3) skal utstedere og deltakere på utslippskvotemarkedet offentliggjøre opplysninger om transaksjoner utført av personer med ledelsesansvar, og deres nærstående, umiddelbart og senest innen tre arbeidsdager etter transaksjonen. Tilsvarende frist gjelder for personer med ledelsesansvar og deres nærstående når det gjelder plikten til å gi melding om transaksjonen til tilsynsmyndigheten, utstederen eller deltakeren på utslippskvotemarkedet. Fristen for primærinnsidere og deres nærstående løper parallelt med fristen som gjelder for utstedere og deltakere på utslippskvotemarkedet.

Bestemmelsen gjelder utstedere og deltakere på utslippskvotemarkedet i sin alminnelighet.

3.2.4.2 Forventet EØS-rett

Fortalen til SMB-forordningen punkt 12 fremholder at i tilfeller der primærinnsidere og deres nærstående underretter utstedere og deltakere på utslippskvotemarkedet sent om deres transaksjoner, kan det være vanskelig å overholde fristen på tre dager.

SMB-forordningen artikkel 1 (5) endrer derfor regelen i MAR artikkel 19 (3) ved at fristen for utstedere og deltakere på utslippskvotemarkedet utvides til to arbeidsdager etter at melding fra primærinnsidere eller deres nærstående er mottatt.

Endringen gjelder utstedere generelt og ikke bare de som er notert på SMB-vekstmarkeder.

3.2.4.3 Finanstilsynets vurdering

Finanstilsynet viser til at departementet i Prop. 96 LS (2018-2019) punkt 6.10.1.5 ga uttrykk for at utgangspunktet må tas i at fristen etter MAR artikkel 19 (3) er "umiddelbart," og at fristen på tre virkedager er å anse som en absolutt frist uavhengig av særlige omstendigheter.

Den nye fristregelen for offentliggjøring for utstedere og deltakere på utslippskvotemarkedet gir imidlertid fleksibilitet til å offentliggjøre meldingen innenfor todagersfristen. Det anses likevel som en fordel for markedet om offentliggjøring skjer så raskt som mulig.

Endringen medfører endringer i regler som er gjennomført i norsk rett ved henvisning (inkorporasjon) i verdipapirhandelloven § 3-1 første ledd og nødvendiggjør endring av inkorporasjonsbestemmelsen i verdipapirhandelloven § 3-1 første ledd.

3.2.5 Presisering av MAR artikkel 18 når det gjelder personer som opptrer på vegne av utsteder eller på utstедers regning

SMB-forordningen artikkel 1 (4) a) foretar i tillegg enkelte mindre endringer i MAR artikkel 18 1(1) og (2) for å presisere at plikten til å utarbeide og oppdatere innsidelister også gjelder for personer som opptrer på utstедers vegne eller utstедers regning. Det presiseres også at plikten til å sikre at personer som står på innsidelisten er kjent med de rettslige forpliktelsene som følger av dette, også gjelder for personer som opptrer på utstедers vegne eller utstедers regning, samt at utsteder i slike tilfeller fortsatt er ansvarlig for å overholde bestemmelsene i MAR artikkel 18.

Endringen medfører endringer i regler som er gjennomført i norsk rett ved henvisning (inkorporasjon) i verdipapirhandelloven § 3-1 første ledd og nødvendiggjør endring av inkorporasjonsbestemmelsen i verdipapirhandelloven § 3-1 første ledd.

4 Endringer i prospektforordningen

4.1 Adgangen til å utarbeide prospektlignende dokument begrenses

4.1.1 Gjeldende rett

Prospektforordningen gir en rekke unntak fra kravet om å publisere et prospekt for tilbud om verdipapirer til offentligheten og opptak av verdipapirer til et regulert marked.

Blant annet er det unntak for verdipapirer som tilbys i forbindelse med en overtakelse gjennom et offentlig ombytingstilbud og verdipapirer som tilbys, tildeles eller skal tildeles i forbindelse med en fusjon eller deling, forutsatt at et prospektlignende dokument blir gjort tilgjengelig for offentligheten som inneholder informasjon som beskriver transaksjonen og dens innvirkning på utstederen (prospektforordningen art. 1 nr. 4 f) og g) og prospektforordningen art. 1 nr. 5 bokstav e) og f)). Det er ikke noe krav om at kompetent tilsynsmyndighet skal godkjenne eller gjennomgå dokumentet. Kravene til innholdet i dokumentet er også mindre i forhold til et prospekt. Slike dokumenter kan ikke grensekrysses.

4.1.2 Forventet EØS-rett

En utilsiktet virkning av gjeldende rett er at et unotert foretak under visse omstendigheter kan tilby sine verdipapirer til offentligheten og oppta sine aksjer på et regulert marked uten at det utarbeides prospekt. Prospektforordningen artikkel 6a begrenser dette unntaket til bare egenkapitalinstrumenter og

- i forhold til overtakelser, til tilfeller der:

- a) Egenkapitalinstrumenter som tilbys kan erstattes med eksisterende verdipapirer som allerede er opptatt til handel på et regulert marked før overtakelsen, og overtakelsen anses ikke å være en omvendt overtakelse, eller
- b) tilsynsmyndigheten som har kompetanse til å gjennomgå tilbudsdokumentet har utstedt en forhåndsgodkjenning av det prospektlignende dokumentet.

- i forhold til fusjoner eller delinger, til tilfeller der: transaksjonen anses ikke å være en omvendt overtakelse, og

- a) egenkapitalinstrumentene til det overtakende selskapet har allerede blitt tatt opp til handel på et regulert marked før transaksjonen, eller
- b) egenkapitalinstrumentene til enhetene som er underlagt delingen, er allerede tatt opp til handel på et regulert marked før transaksjonen.

Endringene gjør at det kreves godkjent prospekt dersom et unotert foretak søker om opptak til handel på et regulert marked som følge av offentlig ombytingstilbud, fusjon eller deling.

4.2 Virkeområdet for forenklet prospekt for sekundærutstedelser utvides

4.2.1 Gjeldende rett

Prospektforordningen artikkel 14 innførte forenklete innholdskrav ved offentlige tilbud eller opptak til notering på regulert marked for allerede noterte utstedere der det gjennomføres etterfølgende utstedelser.

Forenklet prospekt kan benyttes av utstedere av verdipapirer som sammenhengende har vært tatt opp til handel på regulert marked eller på et SMB-vekstmarked, i minst de siste 18 månedene, og som utsteder verdipapirer som kan erstattes med allerede eksisterende verdipapirer. Tilsvarende gjelder utstedere som sammenhengende har vært tatt opp til handel på et regulert marked eller SMB-vekstmarked i minst de siste 18 måneder, og som utsteder ikke-aksjerelaterte instrumenter. Forenklet regelsett kan også benyttes av tilbydere av omsettelige verdipapirer som er tatt opp til notering på regulert marked eller et SMB-vekstmarked sammenhengende i minst de siste 18 måneder.

Gjeldende rett gir ikke adgang til å benytte forenklet prospekt ved overgang fra SMB-vekstmarked til et regulert marked.

4.2.2 Forventet EØS-rett

SMB-forordningen endrer prospektforordningen art. 14.1 b) slik at forenklet prospekt også kan benyttes av utstedere av egenkapitalinstrumenter som sammenhengende har vært tatt opp til handel på regulert marked eller på et SMB-vekstmarked, i minst de siste 18 månedene, og som søker å utstede verdipapirer som gir tilgang til egenkapitalinstrumenter som kan erstattes med egenkapitalinstrumenter som tidligere er opptatt til handel.

Bakgrunnen for innføringen av forenklete innholdskrav ved etterfølgende utstedelser er at investorene har mindre behov for informasjon der en utsteder har vært notert på regulert marked eller et SMB-vekstmarked i en periode, og har publisert løpende og periodisk finansiell informasjon til markedet i denne perioden. Som følge av dette utvides adgangen til å benytte forenklet prospekt ved utstedelse av ikke-aksjerelaterte verdipapirer eller verdipapirer som gir tilgang til egenkapitalinstrumenter som kan erstattes med egenkapitalinstrumenter som tidligere er utstedt.

Det gis også adgang til å benytte forenklet prospekt ved overgang fra et SMB-vekstmarked til et regulert marked, jf. prospektforordningen art. 14.1 d). Dette gjelder opptak til handel på et regulert marked av verdipapirer som kan erstattes med verdipapirer som tidligere er utstedt, forutsatt at foretaket har tilbudt verdipapirer til offentligheten som sammenhengende har vært tatt opp til handel på et SMB-vekstmarked i minst to år og fullt ut har overholdt rapporterings og offentliggjøringsforpliktelsene i den perioden. Endringen gjør det enklere å flytte fra SMB-vekstmarked til regulert marked.

Foretak som benytter denne adgangen, må utarbeide siste regnskap i overensstemmelse med IFRS forordningen (forordning 1606/2002) inkludert sammenligningstall for foregående år. Dette forutsetter at de ville være forpliktet til å utarbeide konsoliderte regnskaper som følge av regnskapsdirektivet (direktiv 2013/34) etter opptak til handel ved det regulerte markedet. Kreves det ikke konsoliderte regnskaper som følge av regnskapsdirektivet skal de overholde kravene i det medlemslandet de er stiftet. Tredjelandsutstedere må utarbeide sammenligningstall etter deres nasjonale regnskapsstandarter forutsatt at de er i overensstemmelse med regnskapsstandarter som tilsvarer IFRS forordningen. Er de ikke det, må de utarbeide regnskapene på nytt i samsvar med IFRS forordningen.

Som følge av endringene over gis kommisjonen hjemmel til å fastsette endringer i sjekklistene til forenklet prospekt. Kommisjonen har fastsatt slike sjekklister (forordning 2019/980 som endret av kommisjonsforordning 2020/1273³).

4.3 Virkeområdet for EU vekstprospekt utvides

4.3.1 Gjeldende rett

Et EU-vekstprospekt gir forenklete innholdskrav for enkelte utstedere, forutsatt at de ikke har verdipapirer tatt opp til notering på regulert marked, jf. prospektforordningen art. 15. Et EU-vekstprospekt er kort og koster dermed mindre å utarbeide. Det utarbeides på et standardisert format og med et lettfattelig språk. Denne typen prospekt ble innført fordi et av formålene med kapitalmarkedsunionen er å bedre tilgangen til kapitalmarkedet for små og mellomstore bedrifter. Ettersom slike bedrifter gjennomgående trenger å innhente mindre kapital enn større foretak blir kostnadene ved å utarbeide fullt prospekt relativt sett høyere, slik at det oppstår et misforhold som kan hindre slike utstedere i å hente kapital gjennom tilbud av verdipapirer til markedet.

4.3.2 Forventet EØS-rett

SMB-forordningen endrer prospektforordningen art. 15.1 ca) slik at utstedere som ikke er SMB-utstedere, kan velge å benytte EU-vekstprospekt når de tilbyr egenkapitalinstrumenter til offentligheten og samtidig søker opptak til handel på et SMB-vekstmarked. Forutsetningen er at utstederen ikke allerede har aksjer opptatt til handel på SMB-vekstmarked og markedsverdien på det offentlige tilbudet er under EUR 200 millioner. Det er detaljerte regler for hvordan markedsverdien skal beregnes. Vedlegg V til prospektforordningen endres slik at kravet til å utarbeide erklæring om arbeidskapital i EU-vekstprospekt skal gjelde alle utstedere av egenkapitalinstrumenter uavhengig av markedsverdi. Tidligere gjaldt dette kravet kun utstedere av egenkapitalinstrumenter pålydende over EUR 200 millioner. Kravet til erklæring om kapitalisering og gjeldsforpliktelser gjelder fortsatt kun for utstedere av egenkapitalinstrumenter pålydende over EUR 200 mill.

Som følge av dette har kommisjonen fastsatt endringer i sjekklistene til EU-vekstprospekt (forordning 2019/980 som endret av kommisjonsforordning 2020/1273).

4.4 Finanstilsynets vurdering av endringene til prospektforordningen

Endringene til prospektforordningen gir ingen nasjonale valg med hensyn til gjennomføringen. Forordningen gjennomføres derfor slik den er. Dette medfører endringer i regler som er gjennomført i norsk rett ved henvisning (inkorporasjon) i verdipapirhandelloven § 7-1 første ledd og nødvendiggjør endring av inkorporasjonsbestemmelsen i verdipapirhandelloven § 7-1 første ledd.

³ Forordning 2020/1273 er EØS-relevant og forventes tatt inn i EØS-avtalen.

5 Endringer i MiFID II

SMB-forordningen endrer MiFID II artikkel 33 ved at det tilføyes et nytt punkt 9 hvor Kommisjonen pålegges å innen 1. juli 2020 å nedsette et ekspertutvalg som skal overvåke SMB-vekstmarkedenes virkemåte og suksess.

Endringer nødvendiggjør ikke endringer i norske lov- eller forskriftsregler.

6 Økonomiske og administrative konsekvenser

Det er som nevnt ingen multilaterale handelsfasiliteter i Norge som er registrert som SMB-vekstmarkeder. Det er imidlertid ventet at det vil endre seg. Når dette skjer er det grunn til å tro at endringene i SMB-forordningen vil styrke posisjonen til et slikt fremtidig marked i Norge.

Dersom ESMA's forslag til nivå 2-regler følges opp av Kommisjonen, vil kravene til innholdet i innsidelistene bli mindre omfattende enn det som følger av gjeldende regler i MAR. Dette vil i så fall til en viss grad redusere compliancekostnader for SMB-utstedere.

For utstedere på SMB-vekstmarkeder vil også enklere formkrav ved beslutning om utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon, til en viss grad redusere administrative kostnader for foretakene.

Videre vil endringen i reglene om likviditetskontrakter med hensyn til egne aksjer innebære en bedret likviditet for utstedere som er notert på SMB-vekstmarkeder. Dette vil være en styrke både for utstederne og investorer, og styrke SMB-vekstmarkeder som sådan.

Disse endringene vil som nevnt ha virkning for alle utstedere som er notert på SMB-markeder, og ikke bare utstedere som er små og mellomstore bedrifter. Som nevnt er det kun krav om at minst 50 % av utstederne på SMB-vekstmarkeder er små og mellomstore bedrifter.

Forlengelse av fristen for utsteds og deltaker utslippskvotemarkeds offentliggjøring av transaksjoner fra personer med ledelsesansvar, gjelder for alle utstedere og deltakere utslippskvotemarkedet. Dette vil være en administrativ lettelse for alle utstedere og deltakere utslippskvotemarkedet, herunder SMB-utstedere.

Også endringen i MAR som innebærer at ved tilbud som bare rettes mot "profesjonelle investorer", skal formidling av informasjon til disse investorene som omhandlet ikke utgjøre

markedssondering, vil anses som en administrativ lettelse for de som omfattes av bestemmelsen.

Endringene i prospektforordningen utvider virkeområdet til forenklet prospekt og EU-vekstprospekt. For de som blir omfattet av endringene vil det bli enklere og mindre kostbart å utarbeide prospekt.

7 Forslag til endringer i verdipapirhandelloven og verdipapirforskriften

7.1 Endringer i verdipapirhandelloven

Finanstilsynet foreslår følgende endringer i verdipapirhandelloven:

§ 3-1 første ledd skal lyde:

EØS-avtalen vedlegg IX forordning [\(EU\) nr. 596/2014](#) (markedsmisbruksforordningen), som endret ved forordning (EU) 2016/1011 om referanseverdier og *forordning (EU) 2019/2115 om å fremme bruken av SMB-vekstmarkeder*, gjelder som lov med de tilpasninger som følger av vedlegg IX, protokoll 1 til avtalen og avtalen for øvrig.

Ny § 3-5 skal lyde:

§ 3-5 Innsidelister for utstedere på vekstmarked for små og mellomstorebedrifter

Innsidelister for utstedere med finansielle instrumenter tatt opp til handel på et vekstmarked for små og mellomstore bedrifter i Norge skal omfatte alle personer som nevnt i markedsmisbruksforordningen artikkel 18 nr. 1 bokstav a.

Gjeldende §§ 3-5 til 3-7 blir nye §§ 3-6 til 3-8.

§ 7-1 første ledd skal lyde:

EØS-avtalen vedlegg IX forordning (EU) 2017/1129 (om prospekter ved offentlige tilbud og notering på regulert marked (prospektforordningen)), som endret ved *forordning (EU) 2019/2115 om å fremme bruken av SMB-vekstmarkeder*, gjelder som lov med de tilpasninger som følger av vedlegg IX, protokoll 1 til avtalen og avtalen for øvrig.

7.2 Endringer i verdipapirforskriften

Finanstilsynet foreslår følgende endringer i verdipapirforskriften:

§ 3-2 blir § 3-2 nytt første ledd.

§ 3-2 nytt annet ledd skal lyde:

Første ledd gjelder ikke for utstedere hvis finansielle instrumenter bare er tatt opp til handel på et vekstmarked for små og mellomstore bedrifter.