



FINANSTILSYNET

THE FINANCIAL SUPERVISORY
AUTHORITY OF NORWAY

Endringer i verdipapirhandelloven

Gjennomføring av råds- og parlamentsdirektiv 2024/2811 om endringer i
MiFID II og oppheving av direktiv 2001/34 (opptaksdirektivet)

Juni 2025



1. Innledning	3
2. Endringer i reglene om analysetjenester	4
2.1. Gjeldende rett.....	4
2.2. Forventet EØS-rett	5
2.2.1. Innledning	5
2.2.2. Endringer i reglene om vederlag for tredjepartsanalyser.....	5
2.2.3. Nye regler om utstederfinansierte analyser	6
2.3. Finanstilsynets forslag.....	7
2.3.1. Nye regler om utstederfinansierte analyser	7
2.3.2. Endringer i reglene om vederlag for tredjepartsanalyser.....	8
2.4. Virkemidler for tilsynsmyndigheten	9
2.4.1. Gjeldende rett	9
2.4.2. Forventet EØS-rett	10
2.4.3. Finanstilsynets forslag	10
3. Vekstmarked for små og mellomstore bedrifter.....	11
3.1. Gjeldende rett.....	11
3.2. Forventet EØS-rett	11
3.2.1. Innledning	11
3.2.2. Nærmere om endringene i MiFID II artikkel 33.....	12
3.3. Finanstilsynets forslag.....	13
4. Opphevelse av opptaksdirektivet og endring av spredningsreglene	14
4.1. Opphevelse av opptaksdirektivet	14
4.1.1. Gjeldende rett	14
4.1.2. Forventet EØS-rett	15
4.1.3. Finanstilsynets forslag	16
4.2. Særskilt om endring av reglene om minste kursverdi og spredning av aksjer	17
4.2.1. Gjeldende rett	17
4.2.2. Forventet EØS-rett	18
4.2.3. Finanstilsynets forslag	19
5. Økonomiske og administrative konsekvenser	20
5.1. Innledende bemerkninger	20
5.2. Konsekvenser foretak under tilsyn	20
5.3. Konsekvenser for bedrifter og investorer	21
5.4. Konsekvenser for myndighetene.....	22
6. Forslag til lov- og forskriftsendringer	22

1. Innledning

Den store hovedtyngden av foretak i Europa er små og mellomstore foretak (SMB). De sysselsetter ca. to tredjedeler av arbeidsstyrken, skaper ca. 85 prosent av alle nye jobber og står for ca. tre femtedeler av verdiskapingen i EU. I perioden 2010-2020 hentet likevel bare en liten del av EU-SMB finansiering gjennom kapitalmarkedet (ca. 4 prosent). Om lag en fjerdedel brukte bankfinansiering mens resten brukte lån fra andre foretak, annen ekstern finansiering, egenkapital mv.¹

Også det norske næringslivet består i stor grad av små og mellomstore bedrifter.² Ifølge NHO er 99 prosent av norske foretak SMB med mindre enn 100 ansatte.³ Ser vi på kapitalmarkedet og foretakene som har aksjer notert på regulert marked på Oslo Børs, er om lag 75 prosent av de 225 foretakene "Mid Cap" og "Small Cap" iht. Euronext Oslo sin størrelsesinndeling pr. 31.12.2023. I tillegg er foretakene som er tatt opp til handel på Euronext Growth og foretakene registrert på NOTC listen i all hovedsak små og mellomstore foretak. Disse utgjorde henholdsvis 109 og 40 foretak pr. 31.12. 2023. Antallet små og mellomstore noterte foretak i Norge er trolig relativt høyt sammenlignet med EU-landene.⁴

Den 23. oktober 2024 vedtok EU en regelverkspakke på verdipapirområdet, omtalt som "Listing Act". Regelverkspakken er EØS-relevant. Hovedformålet med Listing Act er å gjøre verdipapirmarkedet i Europa mer attraktivt og lette tilgangen til kapital for små og mellomstore bedrifter. Listing Act skal bidra til å lette de administrative byrdene for foretak og legge til rette for markedsbasert finansiering, samtidig som et forsvarlig nivå av investorbeskyttelse og markedsintegritet opprettholdes. Reglene er særlig rettet mot SMB, men mange av reglene er ikke begrenset til slike foretak.

Listing Act innebærer endringer i flere regelverk på verdipapirområdet:

- Endringer i prospektforordningen,⁵ markedsmisbruksforordningen (MAR),⁶ verdipapirmarkedsforordningen (MiFIR)⁷ og verdipapirmarkedsdirektivet (MiFID II).⁸
- Listing Directive (2001/34) oppheves.
- Et nytt direktiv om ulike aksjeklasser, "Multiple Voting Rights Directive" for foretak som søker opptak til handel på et SMB--vekstmarked (COM/2022/761 final).

I brev datert 25. september 2024 fikk Finanstilsynet i oppdrag å utarbeide regler og høringsnotat til gjennomføring av endringene i prospektforordningen, MAR, MiFID II, MiFIR og opphevelse av Listing Directive. Oppdraget omfattet ikke å utarbeide regler som svarer til "Multiple Voting Rights Direktive".

I høringsnotat av 19. desember 2024 fremmet Finanstilsynet forslag til regelverk som gjennomfører endringer i prospektforordningen, MAR og MiFIR.

¹ Se Listing act | Think Tank | European Parliament (europa.eu)

² SMB er definert i prospektforordningen artikkel 2 bokstav f.

³ <https://www.nho.no/tema/sma-og-mellomstore-bedrifter/tall-og-fakta-om-smb/>

⁴ NOU 2023:15, kapittel 7.3.1

⁵ EU 2017/1129

⁶ EU 596/2014

⁷ EU 600/2014

⁸ EU 2014/65

I dette høringsnotatet utreder Finanstilsynet behovet for endringer i norsk rett for å gjennomføre forventede EØS-forpliktelser som svarer til europaparlamentets- og rådsdirektiv 2024/2811, heretter omtalt som endringsdirektivet. Direktivet trådte i kraft i EU den 3. januar 2025. Direktivet gjør endringer i verdipapirmarkedsdirektivet (MiFID II) og opphever Listing Directive (2001/34) (heretter opptaksdirektivet).

MiFID II har vært endret en rekke ganger siden det ble vedtatt i EU i juli 2014. Flere lettelsers er innført for å legge bedre til rette for små- og mellomstore bedrifiers tilgang til kapitalmarkedet. Blant annet ble det i 2019 innført en ny forordning (EU) 2019/2115 til MiFID II som introduserte lettelsers i reglene om SMB-vekstmarkeder og reduserte byrdene for utstedere som søker sine finansielle instrumenter tatt opp til handel på slike handelsplasser. I 2021 ble det gjort endringer i reglene om verdipapirforetaks plikt til å holde vederlag for å levere analysetjenester adskilt fra vederlag for andre investeringstjenester og tilleggstjenester.⁹ Ifølge fortalen til endringsdirektivet har ikke de gjennomførte endringene i MiFID II hatt tilstrekkelig effekt, se fortalen avsnitt 1 til 3.

Endringsdirektivet har som formål å legge bedre til rette for små og mellomstore bedrifiers tilgang til kapitalmarkedene, og å harmonisere noteringsreglene i EØS. Det gjøres endringer på tre hovedområder.

For det første innføres det lettelsers i reglene om vederlag for tredjepartsanalyser og det innføres nye regler om utstedersponsede analyser. Formålet er å styrke analysedekningen og legge til rette for økt synlighet for særlig små og mellomstore bedrifter.

For det andre gjøres det endringer i reglene for vekstmarkeder for små- og mellomstore bedrifter (SMB-markeder). Endringen innebærer at deler av en multilateral handelsfasilitet kan skilles ut som et SMB-vekstmarked. Formålet er å lette opptaksprosessen og tilpasse de regulatoriske kravene bedre til små- og mellomstore bedrifter.

For det tredje opphever endringsdirektivet opptaksdirektivet (direktiv 2001/34). Samtidig utvides virkeområdet til MiFID II til å omfatte regler om kapitalisering og spredning av aksjer ved opptak av aksjer til notering på regulerte markeder. Endringen skal bidra til økt harmonisering og forenkling av regelverket.

Endringsdirektivets regler er fullharmoniserte og skal følgelig gjennomføres i norsk rett. Kun på ett område er det gitt anledning til å foreta nasjonalt valg. Den nye regelen om spredning av aksjer ved opptak til notering på regulerte markeder gir mulighet til å foreta enkelte tilpasninger til forholdene i det nasjonale markedet. Finanstilsynet foreslår ikke at adgangen benyttes, se nærmere omtale i kapittel 4.2.

Nedenfor fremmer Finanstilsynet forslag til endringer i verdipapirhandelloven og verdipapirforskriften for å gjennomføre endringsdirektivets regler. I kapittel 2 behandles endringene i reglene om analyser. I kapittel 3 behandles endringene i reglene for vekstmarkeder for små- og mellomstore bedrifter. I kapittel 4 behandles opphevelsen av opptaksdirektivet og de nye spredningsreglene ved opptak av aksjer til notering på regulerte markeder. De økonomiske og administrative konsekvensene av de foreslåtte endringene omtales i kapittel 5. Forslag til regelendringer fremmes i kapittel 6.

2. Endringer i reglene om analysetjenester

2.1. Gjeldende rett

Verdipapirhandelloven § 10-10 gir generelle regler om informasjon fra verdipapirforetak til kunden. Bestemmelsens første ledd fastsetter at verdipapirforetak skal påse at all informasjon til kunder eller potensielle kunder er balansert, klar og ikke villedende.

⁹ Se endringsdirektiv 2021/338

Verdipapirhandelloven § 10-12 begrenser adgangen for verdipapirforetak til å motta vederlag fra, eller yte vederlag til, andre enn kunden i forbindelse med at de yter investeringstjenester eller tilknyttede tjenester. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 24 nr. 7 bokstav b og nr. 8 og 9.

Hovedregelen fremkommer i § 10-12 første ledd. Etter bestemmelsen kan ikke verdipapirforetak, i forbindelse med at de yter investeringstjenester eller tilknyttede tjenester, motta vederlag fra, eller yte vederlag til, andre enn kunden, med mindre vederlaget er egnet til å forbedre kvaliteten på tjenesten til kunden, og det ikke svekker foretakets evne til å opptre ærlig, redelig og profesjonelt i samsvar med kundens beste interesser. § 10-12 femte og sjette ledd gjør, på nærmere angitte vilkår, unntak fra hovedregelen for vederlag for analysetjenester levert av tredjepart. Unntaket ble innført for å gjennomføre bestemmelser i endringsdirektiv 2021/338 og gjennomfører MiFID II artikkel 24 nr. 9a. Formålet var å styrke analysedekningen av små og mellomstore utstedere.

Begrensningen i verdipapirhandelloven § 10-12 første ledd gjelder etter unntaksbestemmelsen i femte ledd ikke levering av analyse fra en tredjepart til verdipapirforetak som yter porteføljeforvaltning eller andre investeringstjenester eller tilknyttede tjenester til kunder dersom nærmere angitte vilkår er oppfylt. For det første må det være inngått en avtale mellom verdipapirforetaket og analyseleverandøren før ytelsen av utførelses- eller analysetjenestene, som identifiserer den delen av kombinerte gebyrer eller felles betalinger for utførelsestjenester og analyse som knytter seg til analyse. For det andre må verdipapirforetaket informere sine kunder om felles betalinger for utførelsestjenester og analyse foretatt overfor en tredjepart som leverer analyse. For det tredje må analysen som de kombinerte gebyrene eller fellesbetalingene gjelder, knytte seg til utstedere som har en markedsverdi som ikke overstiger 1 milliard euro de siste 36 månedene forut for leveringen av analysetjenesten.

§10-12 sjette ledd presiserer hva som er en analyse etter femte ledd.

2.2. Forventet EØS-rett

2.2.1. Innledning

Før unntaket fra forbudet mot vederlag til eller fra andre enn kunden ble innført i MiFID II artikkel 24 nr. 9a med direktiv 2021/338, åpnet regelverket kun for at verdipapirforetak kunne betale for analyse med egne midler eller fra en egen betalingskonto spesifikt avsatt for analyse. Innføring av unntaket innebar at det ble det åpnet for å kombinere betalinger for analyse og ordreførelsestjenester for selskaper med en markedsverdi under 1 milliard euro. Ifølge fortalen til endringsdirektivet avsnitt 3 og 4 har imidlertid ikke unntaket hatt ønsket effekt. Endringen førte således ikke til økt analysedekning for små og mellomstore bedrifter.

For å revitalisere analysevirksomheten og legge bedre til rette for analysedekning for små og mellomstore bedrifter, gjør endringsdirektivet nå nye endringer i reglene om analysetjenester i MiFID II artikkel 24 på to punkter. For det første endres artikkel 24 nr. 9a som fastsetter unntak fra reglene om vederlag for tredjepartsanalyser. For det andre innføres det nye regler om "issuer-sponsored research" (heretter utstederfinansierte analyser) i artikkel 24 nr. 3a til 3e. Etter de nye bestemmelsene skal analyser til kunder eller potensielle kunder, som er finansiert av en utsteder, oppfylle nærmere bestemte krav.

2.2.2. Endringer i reglene om vederlag for tredjepartsanalyser

Endringene i artikkel 24 nr. 9a om vederlag for tredjepartsanalyser skal gi verdipapirforetakene større fleksibilitet i hvordan de velger å organisere betaling for analyse og utførelsestjenester. Begrensningen i adgangen til å kombinere betalinger for utførelsestjenester og analyse til kun å gjelde for selskaper med en markedsverdi under 1 milliard euro, fjernes. Det innføres isteden regler som skal sikre at kundene blir informert om

hvorvidt verdipapirforetak betaler separat eller samlet for levering av utførelsestjenester og tredjepartsanalyser.

MiFID II endret artikkel 24 nr. 9a fastsetter således nye vilkår for å få unntak fra forbudet mot vederlag til eller fra andre enn kunden ved levering av analyse fra en tredjepart til verdipapirforetak som yter porteføljeforvaltning eller andre investeringstjenester eller tilknyttete tjenester til kunde.

Artikkel 24 nr. 9a ny bokstav a fastsetter at det skal det foreligge en avtale om en modell for godtgjørelse mellom verdipapirforetaket og tredjeparten som utarbeider analyse og gjennomfører utførelsestjenester.

Artikkel 24 nr. 9a ny bokstav b fastsetter at verdipapirforetaket skal opplyse sine kunder om de betaler samlet eller særskilt for analyser og andre tjenester fra tredjeparter, og skal gi kunden adgang til sin retningslinje for betalinger for slike tjenester.

Etter artikkel 24 nr. 9a ny bokstav c skal verdipapirforetaket årlig vurdere kvaliteten, verdien og anvendeligheten av analysene som er brukt og hvor vellykkede de har vært for å bidra til bedre investeringsbeslutninger.

Etter artikkel 24 nr. 9a ny bokstav d kan verdipapirforetak som betaler adskilt for utførelsestjenester bare betale direkte med egne midler, eller med midler fra en separat konto for analyseutgifter som kontrolleres av verdipapirforetaket.

I tillegg til de endrede vilkårene får artikkel 24 nr. 9a et nytt annet som regulerer hva som er å anse som analyse. Det presiseres at kommentarer om handel og andre skreddersydde handelsrådgivningstjenester som er uløselig tilknyttet en transaksjon, ikke er å anse som analyse.

Der et verdipapirforetak mottar analyser fra en tjenesteyter som ikke også yter tjenester knyttet til ordreførelse og som ikke er del av et finanskonsern som tilbyr slike tjenester eller andre investeringstjenester, anses levering av analysen å oppfylle kravet i artikkel 24 nr. 1 om at foretaket skal opptre ærlig, redelig og profesjonelt. Det forutsettes imidlertid at verdipapirforetaket oppfyller kravet om årlig gjennomgang av kvaliteten på tjenesten etter artikkel 9a bokstav c. Dette fremgår av artikkel 24 nr. 9a nytt tredje ledd.

I bestemmelsens fjerde ledd innføres det en regel om at verdipapirforetak skal ha et register over de samlede omkostninger knyttet til analyser de har mottatt fra tredjeparter. Dette gjelder bare dersom foretaket har slik informasjon om kostnadene. Dersom foretaket har et slikt register, skal det på anmodning utleveres årlig til kundene.

2.2.3. Nye regler om utstederfinansierte analyser

Fortalen til endringsdirektivet avsnitt 5 fremholder at en oppmykning av reglene om betaling for tredjepartsanalyser ikke vil være tilstrekkelig til å sette fart i markedet for analysetjenester, og snu den langvarige mangelen på analysedekning for små og mellomstore bedrifter. Ifølge fortalen er det behov for flere tiltak som stimulerer til å forbedre analysedekningen. På denne bakgrunn innføres det regler om utstederfinansierte analyser i artikkel 24 nye nr. 3a til 3e. Innføring av organisatoriske regler som sikrer at utstederfinansierte analyser utarbeides i overensstemmelse med en felles "code of conduct" for utstederfinansierte analyser, skal i henhold til fortalen avsnitt 5 annet ledd, øke tilliten til denne typen analyser og dermed legge til rette for økt anvendelse av analysene.

Artikkel 24 nytt nr. 3a gir en ny generell hovedregel som fastsetter at analyser skal være rettferdige, klare og ikke villedende. Analyser skal være tydelig identifisert, forutsatt at analysene er i samsvar med kravene i forordning 2017/565 (gjennomført i norsk rett i verdipapirforskriften § 2-2).

Artikkel 24 nytt nr. 3b fastsetter at verdipapirforetak skal sikre at analyser som distribueres til kunder eller potensielle kunder, og som er betalt av en utsteder, bare skal merkes som

"utstederfinansiert analyse" hvis analysen er utarbeidet i samsvar med reglene om utstederfinansiert analyse, som skal fastsettes i kommisjonsforordning, jf. nytt nr. 3c.

Artikkel 24 nytt nr. 3c fastsetter at ESMA skal utarbeide utfyllende regler om utstederfinansiert analyse. Reglene skal fastsettes i en "Code of Conduct" (heretter regler om god analyseskikk) som skal sikre uavhengighet og objektivitet. Reglene skal etablere prosedyrer for å avdekke, forhindre og opplyse om mulige interessekonflikter. Forslag til slike regler skal overleveres til Kommisjonen innen 5. desember 2025. Reglene skal fastsettes i kommisjonsforordning. ESMA skal jevnlig og minst hvert fjerde år vurdere- og ved behov fremme forslag til endringer i- forordningen.

Artikkel 24 nytt nr. 3c syvende ledd presiserer at nasjonale myndigheter skal sørge for at verdipapirforetak er organisert slik at analyser blir utarbeidet på en måte som sikrer at de oppfyller reglene om god analyseskikk for utstederfinansiert analyse.

Etter artikkel 24 nytt nr. 3d skal nasjonale myndigheter sikre at utstedere kan sende inn utstederfinansierte analyser til det felleseuropeiske systemet for tilgjengeliggjøring av selskapsinformasjon (European Single Access Point, heretter ESAP), i samsvar med forordning 2023/2859. (Forordningen er foreløpig ikke tatt inn i EØS-avtalen.) I bestemmelsen fastsettes det videre at utstederfinansierte analyser ikke skal anses å være regulert informasjon etter definisjonen i rapporteringsdirektivet (2004/109) eller investeringsanalyser etter MiFID II.

Artikkel 24 nytt nr. 3e fastsetter at utstederfinansiert analyse skal merkes som dette på forsiden av materialet som er utarbeidet. Forutsetningen for å benytte betegnelsen utstederfinansiert analyse er som nevnt at analysen er utarbeidet i samsvar med forordningen om god analyseskikk for utstederfinansiert analyse. All annen analyse som helt eller delvis er betalt av utsteder og som ikke er utarbeidet i samsvar med forordningen om utstederfinansiert analyse, skal merkes som markedsføring.

ESMA skal innen 5. desember 2028 utarbeide en rapport om markedsutviklingen for analyse tjenester.

2.3. Finanstilsynets forslag

2.3.1. Nye regler om utstederfinansierte analyser

Endringsdirektivet gir nye regler om utstederfinansierte analyser i MiFID II artikkel 24 nye nr. 3a-3e. Reglene stiller krav om at analysene utarbeides i samsvar med nærmere fastsatte krav. Finanstilsynet bemerker at formålet med reglene er å skape tillit til denne typen analyser. Reglene skal også bidra til økt synlighet av analysene. De nye reglene er fullharmoniserte og det åpnes ikke for nasjonale valg i gjennomføringen.

Kravene til verdipapirforetaks informasjon til kunder er i dag regulert i verdipapirhandelloven § 10-10. Finanstilsynet forslår at de nye reglene gjennomføres i norsk rett i en egen bestemmelse i verdipapirhandelloven ny § 10-10b.

I § 10-10b første ledd foreslås det regler som fastsetter at analyser som produseres av verdipapirforetak eller av tredjeparter, og som distribueres til kunder eller potensielle kunder, skal være balanserte, klare og ikke villedende og at det klart skal fremgå at det er tale om en analyse. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 24 nytt nr. 3a. Finanstilsynet bemerker at kravet om klar og balansert informasjon fremgår av den generelle regelen i verdipapirhandelloven § 10-10 første ledd, som også omfatter analyser. Gjennomføring i ny § 10-10b første ledd er dermed ikke strengt nødvendig. Finanstilsynet mener imidlertid at det bidrar til klarhet i rettstilstanden at det generelle utgangspunktet for informasjonskrav for analyser som innføres i MiFID II, presiseres i bestemmelsen som gir særskilte regler for analyser.

Ny § 10-10b annet ledd fastsetter at verdipapirforetak skal sørge for at analyser som helt eller delvis er betalt av en utsteder, og som distribueres til kunder eller potensielle kunder av verdipapirforetaket, bare skal markeres som utstederfinansiert analyse hvis analysen er utarbeidet i samsvar med reglene om god analyseskikk for utstederfinansierte analyser. Bestemmelsen gjennomfører artikkel 24 nytt nr. 3b.

Reglene om god analyseskikk for utstederfinansierte analyser skal i henhold til direktivets artikkel 24 nytt nr. 3c fastsettes i kommisjonsforordning. Forordningen skal blant annet inneholde regler om uavhengighet og objektivitet og tiltak for å hindre interessekonflikter. Finanstilsynet foreslår at det fastsettes en forskriftshjemmel i ny § 10-10b sjette ledd for å gjennomføre forordningen.

Verdipapirforetak som utarbeider eller distribuerer utstederfinansierte analyser, skal i henhold til artikkel 24 nytt nr. 3c syvende ledd ha interne ordninger som sikrer oppfyllelse av reglene om god analyseskikk. Bestemmelsen foreslås inntatt i ny § 10-10b tredje ledd.

I § 10-10b fjerde ledd foreslås det regler som fastsetter at utstederfinansierte analyser som er utarbeidet etter reglene om god analyseskikk, skal merkes som utstederfinansiert analyse. Annet analysemateriale som helt eller delvis er betalt av utsteder og som ikke er utarbeidet i samsvar med reglene om god analyseskikk, skal merkes som markedsføringsmateriale. Bestemmelsen gjennomfører artikkel 24 nr. nytt nr. 3e.

For å øke synligheten av utstederfinansierte analyser, innfører endringsdirektivet artikkel 24 nytt nr. 3d en rett for utstedere til å sende inn utstederfinansierte analyser til den nasjonale myndigheten som er utpekt som mottaker av informasjon etter ESAP-forordningen (forordning 2023/2859). Bestemmelsen foreslås gjennomført i ny § 10-10b fjerde ledd. I tråd med endringsdirektivets regler, fastsettes det et krav om at utsteder som ønsker å sende inn slike analyser, plikter å sende inn informasjon som godtgjør at informasjonen er i samsvar med reglene om god analyseskikk for utstederfinansiert analyse ("metadata").

ESAP-forordningen er foreløpig ikke inntatt i EØS-avtalen. Ny § 10-10b fjerde ledd kan ikke iverksettes før ESAP-forordningen er gjennomført i norsk rett. I lovutkastet § 2-1 er det inntatt en ikrafttredelsesbestemmelse som fastsetter at Kongen kan sette i kraft bestemmelsene i loven til forskjellig tid.

Endringsforordningen artikkel 24 nytt nr. 3d annet ledd siste setning presiserer at utstederfinansierte analyser ikke er å anse som "regulated information" etter rapporteringsdirektivet (2004/109) eller "investment research" etter MiFID II. "Investment research" er i henhold til MiFID II annex B nr. 5 en tilknyttet tjeneste. "Regulated informasjon" er definert i rapporteringsdirektivet artikkel 2 nr. 1 bokstav k. Finanstilsynet legger til grunn at presiseringen ikke trenger noen nærmere gjennomføring. Finanstilsynet legger som utgangspunkt til grunn at presiseringen knytter seg til hva som skal rapporteres etter ESAP-forordningen.

2.3.2. Endringer i reglene om vederlag for tredjepartsanalyser

Finanstilsynet bemerker at det gjøres lettelser i MiFID II artikkel 24 nr. 9a om vederlag for levering av analyse fra en tredjepart til verdipapirforetak. Begrensningen i adgangen til å kombinere betalinger for investeringstjenester og analyse til kun å gjelde for selskaper med en markedsverdi under 1 milliard euro, fjernes. Det innføres isteden regler som skal sikre at kundene blir informert om hvorvidt verdipapirforetak betaler separat eller samlet for levering av utførelsestjenester og tredjepartsanalyser.

Vilkårene for å kunne betale kombinert for tredjepartsanalyser og andre tjenester fremgår i dag av verdipapirhandelloven § 10-12 femte ledd nr. 1 til 3. Finanstilsynet foreslår å erstatte disse med bestemmelser som svarer til vilkårene i artikkel 24 nytt nr. 9a. For å gjennomføre endringene i artikkel 24 nr. 9a foreslår Finanstilsynet også tre nye ledd i § 10-12.

Verdipapirhandelloven § 10-12 femte ledd nr. 1 setter vilkår om at det er inngått en avtale mellom verdipapirforetaket og analyseleverandøren før ytelsen av utførelses- eller

analysetjenestene, som identifiserer den delen av kombinerte gebyrer eller felles betalinger for utførelsestjenester og analyse som knytter seg til analyse. Finanstilsynet foreslår å erstatte dette vilkåret med et vilkår om at det skal være inngått en avtale mellom verdipapirforetaket og analyseleverandøren om en metode for beregning av vederlag som inkluderer hvordan kostnadene for analysen skal hensyntas ved fastsettelsen av vederlaget for de totale investeringstjenestene. Endringen gjennomfører artikkel 24 nr. 9a ny bokstav a.

Etter verdipapirhandelloven § 10-2 femte ledd nr. 2 stilles det krav om at verdipapirforetak informerer sine kunder om felles betalinger for utførelsestjenester og analyse foretatt overfor en tredjepart som leverer analyse. Finanstilsynet foreslår å erstatte dette vilkåret med et vilkår om at verdipapirforetaket skal informere sine kunder om hvorvidt det vil betale samlet eller separat for utførelsestjenester og analyser. Foretaket skal også informere kunden om sin policy for betaling for utførelsestjenester og analyser. Verdipapirforetaket skal informere om hvordan interessekonflikter håndteres når det tas samlet betaling for utførelsestjenester og analyser. Endringen gjennomfører artikkel 24 nr. 9a ny bokstav b.

Artikkel 24 nr. 9a bokstav c har fått et nytt vilkår om at verdipapirforetak årlig skal vurderer kvaliteten, anvendeligheten og verdien av analysene som er brukt og om analysene har ført til bedre investeringsbeslutninger. Bestemmelsen foreslås gjennomført i § 10-12 femte ledd nytt nr. 3.

Artikkel 24 nr. 9a bokstav d får en ny regel som gir unntak der verdipapirforetak velger å betale separat for utførelsestjenester og tredjepartsanalyser, forutsatt at vederlag for analysen enten betales direkte fra verdipapirforetakets egne midler, eller fra en separat analysebetalingskonto kontrollert av verdipapirforetaket. Bestemmelsen foreslås gjennomført i § 10-12 femte ledd nytt nr. 4.

Artikkel 24 nr. 9a har fått et nytt annet ledd som presiserer at handelskommentarer og andre skreddersydde handelsrådgivningstjenester som er uløselig knyttet til gjennomføringen av en transaksjon i finansielle instrumenter, ikke skal anses som analyser. Bestemmelsen foreslås gjennomført i § 10-12 nytt syvende ledd.

Artikkel 24 nr. 9a har fått et nytt tredje ledd som presiserer at forbudet mot vederlag til eller fra andre enn kunden ikke gjelder der et verdipapirforetak mottar analyser fra en tredjepart som ikke også gjennomfører utførelsestjenester og heller ikke er en del av et konsern som omfatter verdipapirforetak som tilbyr utførelsestjenester eller andre investeringstjenester. Forutsetningen er at verdipapirforetaket oppfyller kravet om å foreta årlig vurdering av kvaliteten, anvendeligheten og verdien av analysene og om analysen har ført til bedre investeringsbeslutninger. Bestemmelsen foreslås gjennomført i § 10-12 nytt åttende ledd.

Artikkel 24 nr. 9a har fått et nytt fjerde ledd som fastsetter verdipapirforetak skal ha et register over de totale kostnadene som kan tilskrives analyser som er utført av tredjeparter, dersom de besitter denne informasjonen. Informasjonen skal i så fall gjøres tilgjengelig for foretakets kunder på årlig basis. Bestemmelsen foreslås gjennomført i § 10-12 nytt niende ledd.

Unntaket for analysetjenester i § 10-12, vil gjelde parallelt med unntakene for analysetjenester i verdipapirforskriften § 10-5.

2.4. Virkemidler for tilsynsmyndigheten

2.4.1. Gjeldende rett

Både finanstilsynsloven og verdipapirhandelloven inneholder en rekke bestemmelser om virkemidler som kan benyttes i tilsynsarbeidet.

Finanstilsynet kan i medhold av finanstilsynsloven §§ 3-1flg. kreve opplysninger fra foretak under tilsyn, få utlevert dokumenter og gi pålegg om retting av lovstridige forhold. Hvis foretaket ikke oppfyller sin opplysningsplikt, kan Finanstilsynet pålegge de ansatte i foretaket

å gi opplysninger. Antar Finanstilsynet at noen driver konsesjonspliktig virksomhet uten å ha nødvendig tillatelse, kan Finanstilsynet gi pålegg om stans av virksomheten, jf. finanstilsynsloven § 4-2.

Verdipapirhandelloven § 19-2 pålegger blant annet markedsoperatører og verdipapirforetak omfattende opplysningsplikt til Finanstilsynet. Finanstilsynet har også adgang til å kreve utlevert dokumentasjon fra flere aktører i verdipapirmarkedet.

Dersom Finanstilsynet har mistanke om overtredelse av verdipapirhandelloven kapittel 3, 4, 5 eller kapittel 8 til 15 eller forskrifter gitt for å utfylle disse bestemmelsene, kan enhver pålegges å gi de opplysninger Finanstilsynet krever, herunder å fremlegge dokumenter, elektronisk lagret informasjon og utskrift fra lagringsmedium. Dette fremgår av verdipapirhandelloven § 19-3 første ledd.

Dersom Finanstilsynet har grunn til å anta at noen handler i strid med bestemmelser gitt i eller i medhold av verdipapirhandelloven, herunder vedtak fattet med hjemmel i loven, kan Finanstilsynet pålegge vedkommende å rette forholdet. Pålegget om retting kan omfatte ethvert tiltak som er nødvendig for å bringe overtredelsen til opphør, herunder å stanse virksomhet eller korrigere falske eller villedende opplysninger. Dette fremgår av verdipapirhandelloven § 19-7 første ledd.

2.4.2. Forventet EØS-rett

MiFID II artikkel 69 angir de minimumsbeføyelser nasjonale tilsynsmyndigheter skal ha til rådighet for å håndheve regelverket på en effektiv måte. Endringsdirektivet innfører tre nye beføyelser som nasjonale myndigheter skal ha, for å kunne håndheve de nye regler om utstederfinansiert analyse.

For det første innfører artikkel 69 nr. 2 ny bokstav v krav om at tilsynsmyndigheten skal kunne treffe alle nødvendige tiltak for å verifisere at verdipapirforetak har organisatoriske ordninger på plass for å sikre at utstederfinansierte analyser som de produserer eller distribuerer, er i samsvar med forordningen om god analyseskikk for utstederfinansiert analyse.

For det andre fastsetter artikkel 69 nr. 2 ny bokstav w, at tilsynsmyndigheten skal kunne suspendere distribusjon fra verdipapirforetak av enhver utstederfinansiert analyse som ikke er produsert i samsvar med forordningen om god analyseskikk for utstederfinansiert analyse.

For det tredje fastsetter artikkel 69 nr. 2 ny bokstav x, at tilsynsmyndigheten skal kunne publisere advarsler for å informere om at en utstederfinansiert analyse ikke er laget i samsvar med forordningen om god analyseskikk for utstederfinansiert analyse.

2.4.3. Finanstilsynets forslag

Etter verdipapirhandelloven § 19-2 første ledd skal verdipapirforetak, sentrale motparter, datarapporteringsforetak og markedsoperatører, gi Finanstilsynet de opplysninger som kreves om forhold som angår foretakets forretning og virksomhet. Videre kan Finanstilsynet etter verdipapirhandelloven § 19-7 pålegge et foretak eller person som antas opptre i strid med bestemmelser gitt i eller i medhold av loven, ethvert tiltak som er nødvendig for å bringe overtredelsen til opphør, herunder å stanse virksomhet eller korrigere falske eller villedende opplysninger.

I medhold av finanstilsynsloven § 3-1 plikter foretak under tilsyn å gi alle opplysninger som Finanstilsynet krever, og skal utlevere dokumentasjon og opplysninger på den måten Finanstilsynet fastsetter. Hvis opplysningsplikten ikke oppfylles, kan Finanstilsynet pålegge de enkelte tillitsvalgte og ansatte i foretaket å gi opplysningene. Foretaket skal i slike tilfeller som hovedregel varsles. Dersom et foretak ikke innretter seg etter pålegg, kan Finanstilsynet illegge tvangsmulkt til forholdet er rettet, se finanstilsynsloven § 4-3. Finanstilsynet legger på denne bakgrunn til grunn at Finanstilsynet allerede har den myndigheten som kreves for å oppfylle den nye regelen i MiFID II artikkel 69 nr. 2 bokstav v.

Etter artikkel 69 nr. 2 ny bokstav w skal tilsynsmyndigheten ha kompetanse til å suspendere distribusjon av utstederfinansiert analyse fra verdipapirforetak, dersom analysen ikke er i samsvar med forordningen om god analyseskikk for utstederfinansierte analyser. Etter verdipapirhandelloven § 19-7 kan Finanstilsynet pålegge enhver som handler i strid med verdipapirhandelloven eller bestemmelser gitt i medhold av loven å bringe overtredelsen til opphør, herunder å stanse virksomhet eller korrigere falske eller villedende opplysninger. Dersom foretaket ikke oppfyller pålegget, kan det ilegges tvangsmulkt inntil pålegget oppfylles i medhold av § 19-10. Et slikt pålegg kan være midlertidig og opphøre når forholdet er rettet. Finanstilsynet kan ikke se at det er behov for ytterligere lovgivning for å oppfylle endringsdirektivet på dette punktet.

Etter artikkel 69 ny bokstav x skal tilsynsmyndigheten ha anledning til å komme med offentlige advarsel om at en utstederfinansiert analyse ikke er utarbeidet i samsvar med regelverket for utstederfinansierte analyser. Utover begrensningene som følger av regler om lovbestemt taushetsplikt, foreligger det ingen begrensninger i Finanstilsynets adgang til å uttale seg innenfor sitt område. Finanstilsynet driver allerede utstrakt informasjonsvirksomhet, blant annet knyttet til regelverkforståelse. Finanstilsynet utgir rundskriv og publiserer sentrale avgjørelser, utgir investoradvarsler mv. Finanstilsynet publiserer etter dagens praksis alle tilsynsmerknader på verdipapirområdet på sitt nettsted. Formålet med offentliggjøring er å opplyse om Finanstilsynets praksis og å motvirke overtredelser av regelverket. Finanstilsynet legger til grunn at det ikke er behov for ytterligere lovregler for å gjennomføre artikkel 69 nr. 2 bokstav x.

3. Vekstmarked for små og mellomstore bedrifter

3.1. Gjeldende rett

Verdipapirhandelloven § 9-31 regulerer vilkårene for å registrere en handelsplass som et vekstmarked for små og mellomstore bedrifter. Bestemmelsen fastsetter at en multilateral handelsfasilitet (MHF) kan registreres som et SMB-vekstmarked dersom nærmere angitte vilkår er oppfylt. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 33. Bestemmelsen utfylles av forordning 2019/2115 om å fremme bruken av SMB-vekstmarkeder som er gjennomført i verdipapirhandelloven § 3-1, og forordning 2017/565 om utfylling av verdipapirmarkedsdirektivet med hensyn til organisatoriske krav og virksomhetskrav for verdipapirforetak og definisjoner av begreper for nevnte direktivs formål, som er gjennomført i verdipapirforskriften § 2-2.

Verdipapirhandelloven gir ingen egen definisjon av et SMB-vekstmarked. I forarbeidene til § 9-31 fremgår det at bestemmelsen anses å gjennomføre definisjonen i MiFID II artikkel 4 nr. 12, jf. Prop.L (2017-2018) punkt 12.1, merknad til § 9-31.

3.2. Forventet EØS-rett

3.2.1. Innledning

Regler om SMB-vekstmarkeder ble introdusert i MiFID II i 2014. SMB-vekstmarkedene er ment å spille en sentral rolle for å sikre tilgang til kapital for mindre foretak i det europeiske markedet. Reglene for SMB-vekstmarkeder skal tilpasses denne typen foretak og legge til rette for økt synlighet og profilering av disse markedene.

For å styrke SMB-vekstmarkedene ytterligere, og å redusere de administrative byrdene for verdipapirforetak og markedsoperatører som driver denne typen markeder, gjøres det flere endringer i MiFID II artikkel 33. Det innføres regler som forenkler adgangen til registrering,

herunder åpnes det for at deler av en MHF på nærmere angitte vilkår kan registreres som et SMB-vekstmarked.

For å redusere risikoen for fragmentering av likviditeten til finansielle instrumenter for små og mellomstore bedrifter, gjøres det endringer i reglene om utstedere som har finansielle instrumenter notert på et SMB-vekstmarkeds rett til å gjøre innsigelse mot at det finansielle instrumentet tas opp til handel på andre handelsplasser.

Endringsdirektivets regler er fullharmoniserte, uten adgang til å foreta nasjonale valg. Endringene er omtalt i endringsdirektivets fortale avsnitt 1, 8 og 9.

3.2.2. Nærmere om endringene i MiFID II artikkel 33

Etter MiFID II artikkel 33 nye nr. 1 og nr. 2 skal nasjonale myndigheter etter søknad fra en operatør av en MHF registrere fasiliteten som vekstmarked for små og mellomstore bedrifter. Endringsdirektivet utvider adgangen til registrering, slik at også *et segment* av en MHF kan registreres som SMB-vekstmarked, forutsatt at nærmere angitte vilkår er oppfylt.

De nærmere vilkårene fremgår av artikkel 33 nytt nr. 3a. Etter nytt nr. 3a bokstav a, skal segmentet av MHFen som skal være et SMB-vekstmarked, være klart adskilt fra andre markedssegmenter på MHFen. Blant annet skal SMB-vekstmarkedet ha et annet navn, ha andre interne regler, en annen markedsføringsstrategi og markedsføring samt en egen identifikasjonskode.

Etter nytt nr. 3a bokstav b, skal transaksjonene på segmentet som er SMB-vekstmarked være klart adskilt fra andre markedsaktiviteter på MHFen.

Etter nytt nr. 3a bokstav c, må MHFen, på forespørsel fra nasjonale myndigheter, kunne fremlegge en liste over de instrumentene som er tatt opp til handel på segmentet som er SMB-vekstmarked, samt kunne besvare spørsmål om driften av segmentet.

Kommisjonens adgang til å vedta utfyllende regler i kommisjonsforordning i henhold til artikkel 33 endret nr. 8, utvides til å omfatte utfyllende regler til artikkel 33 nytt nr. 3a. For øvrig videreføres artikkel 33 nr. 8 uendret. De utfyllende reglene skal fortsatt ivareta hensynet til å opprettholde et høyt nivå av investorbeskyttelse, slik at tilliten til disse markedene fremmes. Samtidig skal de administrative byrdene for utstederne på markedet reduseres.

Artikkel 33 nr. 4-7 justeres for å ta høyde for endringen. I artikkel 33 nr. 4 presiseres det at en markedsoperatør som driver en MHF eller et segment som er et SMB-vekstmarked, og som oppfyller kravene i artikkel 33 nr. 3 og nr. 3a, også må oppfylle de øvrige kravene i direktivet.

I artikkel 33 nytt nr. 5 utvides adgangen for nasjonale myndigheter til å avregistrere en MHF til å omfatte av et segment av en MHF som er et SMB-vekstmarked.

I artikkel 33 nytt nr. 6 utvides nasjonale myndigheter plikt å underrette ESMA om eventuelle nye registreringer og avregistreringer til å gjelde for segmenter av en MHF som er et SMB-vekstmarked.

I artikkel 33 nr. 7 utvides retten som utstedere av finansielle instrumenter som er tatt opp til handel på et SMB-vekstmarked har, til å gjøre innsigelse mot at instrumentet tas opp til handel på en annen handelsplass. Etter dagens regler gjelder retten til å gjøre innsigelse kun dersom instrumentet skal tas opp *på et annet SMB-vekstmarked*. Den nye regelen fastsetter at et finansielt instrument som er tatt opp til handel på et SMB-vekstmarked, ikke kan handles på *en annen handelsplass* med mindre utsteder er informert og ikke har hatt innsigelser til dette. Regelen om at utstederen ikke skal underlegges forpliktelser med hensyn til foretaksstyring eller offentliggjøring av informasjon som følge av handelen på *andre vekstmarkeder*, opprettholdes uendret.

Dersom det finansielle instrumentet tas opp til handel på en annen type handelsplass, skal utsteder informeres om eventuelle nye krav som stilles.

Endringsdirektivet gjør også endringer i definisjonen av SMB-vekstmarked i MiFID II artikkel 4 nr. 12. Etter endringen omfattes også et segment av en multilateral handelsfasilitet som er skilt ut som SMB-vekstmarked.

3.3. Finanstilsynets forslag

Verdipapirhandelloven har i dag ingen definisjon av hva som er et vekstmarked for små og mellomstore bedrifter. Hva som er et vekstmarked, følger imidlertid indirekte av § 9-31 første ledd. Finanstilsynet foreslår at definisjonen av SMB-vekstmarked i MiFID II artikkel 4 nr. 12 tas inn i verdipapirhandelloven. Finanstilsynet bemerker at vekstmarkedene har fått økt betydning etter vedtakelsen av MiFID II med senere endringer. Definisjonen har utviklet seg til å bli et "koblingsbegrep" som det vises til i flere direktiver og forordninger. Finanstilsynet mener derfor at definisjonen bør fremgå mer eksplisitt av verdipapirhandelloven og foreslår en at definisjonen inntas i verdipapirhandelloven § 2-8 sjette ledd.

Finanstilsynet foreslår videre å gjennomføre endringene i MiFID II artikkel 33 i verdipapirhandelloven § 9-31 som regulerer vilkårene for registrering som vekstmarked for små og mellomstore bedrifter. Endringsdirektivet innebærer, som omtalt i kapittel 3.2, at også et segment av en multilateral handelsfasilitet kan registreres som vekstmarked for små og mellomstore bedrifter. Finanstilsynet foreslår at endringen av artikkel 33 nr. 1 gjennomføres i verdipapirhandelloven § 9-31 første ledd.

MiFID II artikkel 33 nytt nr. 3a angir vilkårene for at et segment av en MHF skal kunne registreres som SMB-vekstmarked. I tillegg til å oppfylle kravene som gjelder generelt for den multilaterale handelsfasiliteten, må segmentet oppfylle de særskilte vilkårene for et SMB-vekstmarked som er et segment av en MHF, se nærmere omtale i kapittel 3.2.2. Reglene foreslås gjennomført i § 9-31 nytt fjerde ledd.

På samme måte som for andre SMB-vekstmarkeder, innføres det regler om avregistrering dersom et SMB-vekstmarked som er et segment av en MHF søker om dette eller ikke lenger oppfyller kravene til registrering, se forslag til bestemmelse i § 9-31 nytt femte ledd.

MiFID II artikkel 33 nytt nr. 7 endrer vilkårene for å ta opp finansielle instrumenter som er tatt opp til handel på et SMB-vekstmarked, til handel på en annen handelsplass. Etter gjeldende rett kan et finansielt instrument som er tatt opp til handel på et SMB-vekstmarked, bare tas opp til handel på et annet SMB-vekstmarked dersom utstederen har blitt underrettet om dette og ikke har gjort innsigelse. Utstederen skal ikke underlegges forpliktelser med hensyn til foretaksstyring eller offentliggjøring av informasjon som følge av handelen på det andre vekstmarkedet. Etter endringen kan finansielle instrumenter som er tatt opp til handel på et SMB-vekstmarked ikke tas opp til handel på *noen annen handelsplass*, med mindre utsteder er informert og ikke har gjort innsigelse. Kravet om at utstederen ikke skal underlegges flere eller andre forpliktelser med hensyn til foretaksstyring eller offentliggjøring av informasjon som følge av handelen på et annet vekstmarkedet, opprettholdes. Dersom det finansielle instrumentet tas opp til handel på en annen type handelsplass, stilles det krav om at utsteder skal informeres om eventuelle nye forpliktelser knyttet til foretaksstyring eller offentliggjøring av informasjon som vedkommende blir underlagt som følge av handelen på den andre markedsplassen. Regelen foreslås gjennomført i et nytt sjette ledd i § 9-31.

MiFID II artikkel 33 nytt nr. 4 fastslår at kravene etter bestemmelsen gjelder i tillegg til de øvrige kravene som stilles til multilaterale handelsfasiliteter eller segmenter av disse, i MiFID II. Av samme bestemmelse i direktivet fremgår det at kravene i artikkel 33 nr. 4 ikke er til hinder for at verdipapirforetak eller markedsoperatører som driver MHFen stiller ytterligere krav for handel på handelsplassen, så lenge loven ikke er til hinder for dette. Ved gjennomføringen av MiFID II ble det lagt til grunn at presiseringen følger av lovens system og

ikke trenger noen ytterligere regulering. Finanstilsynet legger dette til grunn og viser til den nærmere begrunnelsen NOU 2017:1 punkt 3.5.3.

4. Opphevelse av opptaksdirektivet og endring av spredningsreglene

4.1. Opphevelse av opptaksdirektivet

4.1.1. Gjeldende rett

4.1.1.1. Kort om gjennomføring av opptaksdirektivet i norsk rett

Opptaksdirektivet (direktiv2001/34) gir minimumsregler om opptak til notering på en børs, mens MiFID II gir fullharmoniserte regler om opptak til notering på regulerte markeder.

Ved gjennomføring av MiFID i 2007 ble det skilt mellom "regulert marked" og "børs". Departementet viste til at MiFID ikke opererer med et slikt skille, men viste samtidig til at opptaksdirektivet utelukkende gjelder for børser. Skillet ble utformet slik at en børs alltid vil være et regulert marked, mens et regulert marked ikke trenger å være en børs. Børsers kjennetegn var i henhold til forarbeidene, at de er underlagt noe strengere regulering enn regulerte markeder. I prop. 34 (2006-2007) kapittel 9.2.5 er skillet omtalt slik:

"Utvalget foreslår videre at det skilles mellom regulert marked og børs, jf. utvalgets utkast til § 1-3 annet ledd (definisjon av børs). Det vises til at det ikke er et tilsvarende skille i MiFID, men at direktiv 2001/34/EF (opptaksdirektivet) utelukkende gjelder for børser. Departementet slutter seg til utvalgets forslag og vurdering på dette punktet, se lovforslaget § 3 annet ledd. Som utvalget viser til, vil en børs alltid være et regulert marked, mens et regulert marked ikke trenger å være en børs. Børser kjennetegnes ved at de er underlagt en noe strengere regulering enn regulerte markeder. Under gjeldende rett skilles det mellom børser og autoriserte markeds plasser. ..."

Ved gjennomføring av MiFID II ble børslovens bestemmelser om børser overført fra børsloven til verdipapirhandelloven og videreført uendret i verdipapirhandelloven kapittel 13. I NOU 2017:1 uttalte Verdipapirlovutvalget:

"MiFID II gjør ikke endringer i skillet etter gjeldende regelverk mellom regulert marked og børs. Opptaksdirektivet (direktiv 2001/34) regulerer notering av finansielle instrumenter på «fondsbørs», se også nærmere omtale i kapittel 3.3.1 og 3.3.3.3, og MiFID II gjør ikke endringer i dette direktivet utover det som allerede følger av MiFID I. MiFID II regulerer virksomhet som regulert marked og har ut over dette ikke regler for børser. Oslo Børs er en slik «official stock exchange». Børs er et regulert marked med særskilt tillatelse til å drive virksomhet som børs, og er underlagt enkelte tilleggskrav som innebærer strengere regulering enn alminnelige regulerte markeder.

Som følge av dette, foreslår utvalget å videreføre reglene i børsloven kapittel 6 uendret. Utvalget har ikke vurdert dette regelverket særskilt da en vurdering av dette regelverket anses å falle utenfor mandatet utvalget har fått. Utvalget foreslår å videreføre børsloven kapittel 6 i utkast til verdipapirhandellov kapittel 13.... "

I prop. 77 L (2017-2018) kapittel 7.3.5 sluttet departementet seg til utvalgets forslag med noen mindre justeringer.

4.1.1.2 Gjeldende regler for børser

Reglene for regulerte markeder finnes nå i verdipapirhandelloven kapittel 11 om søknad og vilkår for tillatelse for regulert marked og kapittel 12 som gir virksomhetskrav for regulerte

markeder. Disse reglene gjennomfører MiFID II. Lovens kapittel 13 gir enkelte ytterligere eller avvikende regler for regulerte markeder med tillatelse som børser.

Verdipapirhandelloven § 13-1 angir vilkårene for å få tillatelse til å drive virksomhet som børser. Bestemmelsens første ledd fastsetter at departementet gir tillatelse til å være børser, mens annet ledd fastsetter at kun foretak med tillatelse som børser kan bruke denne betegnelsen. Børsers vedtekter og senere endringer av disse, skal forelegges departementet for godkjenning. Dersom en vesentlig andel av den konsesjonspliktige virksomheten skal avhendes, må de særskilte reglene om stemmerett på børsens generalforsamling i § 13-1 fjerde ledd, følges.

Verdipapirhandelloven § 13-2 gir regler om opptak til handel av finansielle instrumenter på børser. Bestemmelsen fastslår at finansielle instrumenter kan tas opp til handel på børs etter de samme reglene som gjelder for regulerte markeder, jf. § 12-2. Det er gitt utfyllende regler om opptak til børsnotering i verdipapirforskriften §§ 13-2 flg. Herunder regler om spredning av aksjer og minste kursverdi av aksjene.

Regler om eiergodkjenning for børser finnes i verdipapirhandelloven § 13-3. Bestemmelsen har regler om betydelig eierandel, herunder krav om søknad dersom eierandelen overstiger visse grenser og krav om at eier skal sikre god og fornuftig forvaltning av foretaket. Eierkontrollen for børser er lagt til departementet.

Verdipapirhandelloven § 13-4 har regler om erverv av aksjer i en børs uten tillatelse. Etter bestemmelsen kan departementet fastsette en frist for å redusere eierandelen eller søke om nødvendig tillatelse. Dersom denne fristen overskrides, kan departementet selge aksjene. Ved erverv av betydelig eierandel i en markedsoperatør for regulert marked uten tillatelse, kan Finanstilsynet gi pålegg om at stemmerettighetene knyttet til aksjene ikke kan utøves, eller at aksjene skal avhendes etter fremgangsmåten i § 13-4, se § 19-7 femte ledd.

På samme måte som for børser, skal departementet gi tillatelse til å drive et regulert marked, se verdipapirhandelloven § 11-1. Eierkontrollen ved erverv av betydelig eierandel i regulert marked som ikke er børs, er imidlertid lagt til Finanstilsynet, se verdipapirhandelloven § 11-10.

Etter verdipapirhandelloven § 13-5 kan departementet i forskrift fastsette regler om at en markedsoperatør for børser skal ha en kontrollkomité. Slike regler er ikke gitt.

Verdipapirhandelloven § 13-6 fastsetter at departementet i ekstraordinære situasjoner kan vedta at all notering og handel ved en børs skal stanses.

Verdipapirforskriften kapittel 13 gir utfyllende regler til kapittel 13 i verdipapirhandelloven. Forskriften inneholder regler som i hovedsak er dekket av, eller overlapper med, regler i verdipapirhandelloven kapittel 11 og 12 som gjennomfører MiFID II.

4.1.2. Forventet EØS-rett

Som nevnt i kapittel 4.1. gir opptaksdirektivet minimumsregler om opptak til notering av aksjer på en børs. Direktivet er endret en rekke ganger som følge av at annet, fullharmonisert regelverk har kommet til, herunder prospektdirektivet (senere prospektforordningen) og rapporteringsdirektivet. Endringene har gjort store deler av opptaksdirektivet overflødig. I tillegg gir MiFID II regler for regulerte markeder på områder som også omfattes av opptaksdirektivets regler.

At opptaksdirektivet gir minimumsregler, innebærer at nasjonale myndigheter har anledning til å gi ytterligere regler. Opptaksdirektivet står dermed i kontrast til nyere regelverk for verdipapirmarkedet, hvor målsetningen er harmonisering og et enhetlig, fullharmonisert regelverk på tvers av landegrensene.

På denne bakgrunn opphever Listing Act opptaksdirektivet i sin helhet.

De av opptaksdirektivets regler som fortsatt anses aktuelle overføres til MiFID II i en ny artikkel 51a. Dette gjelder kun reglene om spredning av aksjer og markeds kapitalisering ved opptak til notering. Denne endringen behandles særskilt i kapittel i kapittel 4.2.

Ingen andre bestemmelser i opptaksdirektivet foreslås videreført idet de enten anses å overlapse med nyere, fullharmoniserte regler eller ikke lenger er relevante, se omtale i fortalen til endringsdirektivet avsnitt 10 og 11.

Fortalen avsnitt 13 fremholder at markedsutviklingen, herunder innføringen av MiFID II, innebærer at opptaksdirektivet *ikke lenger går foran annen regulering*. Fortalen åpner imidlertid for å opprettholde en ordning for opptak til notering på en offisiell børs i nærmere angitte situasjoner:

"The concept of admission of securities to official listing on stock exchanges provided for in Directive 2001/34/EC is no longer the prevailing one, given market developments, as Directive 2014/65/EU already provides for the concept of 'admission of financial instruments to trading on a regulated market'. While the concepts 'admission to official listing' and 'admission to trading on a regulated market' are used interchangeably in some Member States, in other Member States the concept of 'admission to official listing' continues to play an important role alongside the concept of 'admission to trading on a regulated market', in particular by providing an alternative to issuers of securities, notably debt securities, who seek increased visibility but for whom admission to trading is not a relevant or viable option. The repeal of Directive 2001/34/EC should be without prejudice to the validity and continuation of the regimes of admission to official listing on stock exchanges in those Member States who would like to continue to apply that regime. In any case, Member States should retain the ability to provide for and regulate such regimes under national legislation."

Det klargjøres således samtidig at nyere, fullharmoniserte EØS-regelverk etter opptaksdirektivets opphevelse, vil være "enerådende" på sine områder.

4.1.3. Finanstilsynets forslag

Reglene i verdipapirhandelloven kapittel 13 gjelder som nevnt i kapittel 4.1.1, for regulerte markeder som samtidig har tillatelse som børs. Opphevelsen av opptaksdirektivet medfører at nasjonale regler på området for MiFID II, eller andre relevante fullharmoniserte EØS-regelverk, ikke kan videreføres, fordi det ikke lenger finnes noe rettslig grunnlag for å gi ytterligere og eller avvikende regler.

Riktignok fremholder fortalen til endringsdirektivet avsnitt 13 at det skal være mulig å opprettholde nasjonale ordninger for opptak til notering på en børs. Det fremgår imidlertid samtidig at reglene om opptak til notering på børs ikke har vært praktisert enhetlig i EØS-området. I noen land har opptaksdirektivets regler for børs og reglene for regulert marked etter MiFID II vært praktisert sammen (for samme markeder). Andre land har benyttet ordningen med opptak til notering på børs på områder hvor reglene om opptak til notering på regulert marked ikke kommer til anvendelse, for eksempel ved notering av enkelte gjeldsinstrumenter. Opphevelsen av opptaksdirektivet er ikke til hinder for å opprettholde sistnevnte nasjonale regler. Det fremgår imidlertid uttrykkelig at dette kun gjelder utenfor handelsplass som er omfattet av MiFID II.

Reglene i verdipapirhandelloven kapittel 13 gjelder regulerte markeder som samtidig er børs og representerer en videreføring av børsloven kapittel 6, se omtale i Prop. 77 L (2017-2018), kapittel 12.1 merknad til §§ 13-1 til 13-6 og NOU 2017:1 punkt 8.3.

Enkelte av reglene utgjør direkte gjennomføring av opptaksdirektivet. Dette gjelder for eksempel § 13-2 om opptak til handel. Bestemmelsen viser i dag til § 12-2 som gjennomfører tilsvarende regler etter MiFID II. Samtidig er bestemmelsen benyttet til å gi ytterligere regler i verdipapirforskriften kapittel 13 som i all hovedsak utgjør gjennomføring av

opptaksdirektivets regler. I forskriften gis det imidlertid også enkelte regler som ikke utgjør gjennomføring av direktivets regler.¹⁰

Verdipapirhandelloven kapittel 13 gir også regler som ikke følger direkte av opptaksdirektivet. Reguleringen av krav om tillatelse og kravene til søknad som børs, søknadsprosedyren, samt reglene om eierkontroll og erverv uten tillatelse for børser, ble videreført ved gjennomføringen av MiFID og MiFID II, idet reglene var gitt med hjemmel i opptaksdirektivet. Det samme gjelder reglene om kontrollkomite. Opptaksdirektivet har imidlertid ikke regler som gjelder selve tillatelsen til å drive såkalt "fondsbørs". Slike regler er gitt i MiFID II.¹¹ Fordi opptaksdirektivet er et minimumsdirektiv som fastsetter at nasjonale myndigheter kan gi ytterligere regler, har direktivet vært ansett for å kunne gi hjemmel for å gi slike regler for børser som er regulerte markeder.

Idet det rettslige grunnlaget for å gi ytterligere eller avvikende regler for børs som er et regulert marked etter MiFID II faller bort, foreslår Finanstilsynet at verdipapirhandellovens kapittel 13 og verdipapirforskriften kapittel 13 oppheves i sin helhet. I praksis innebærer dette at den særlige formen for regulert marked som i dag betegnes som et regulert marked som er børs, etter endringen vil være et ordinært regulert marked og følge reglene for slike markeder. Særlige regler, herunder reglene om eierkontroll av regulerte markeder som er børs, faller etter forslaget bort.

Det foreslås samtidig nye regler om spredning og minste kursnotering ved opptak av aksjer til notering på regulert marked, i verdipapirhandelloven kapittel 12. Disse reglene overføres fra opptaksdirektivet til MiFID II i endret form, se omtale i kapittel 4.2.

Som nevnt i kapittel 4.1.1.2 fastsetter verdipapirhandelloven § 13-4 en regel om at departementet i gitte situasjoner kan foreta tvangssalg av eierandeler i en markedsoperatør for en børs, eller i børsen selv. En lignende regel for regulerte markeder er gitt i § 19-7 femte ledd. § 19-7 femte ledd viser til fremgangsmåten for tvangssalg som er angitt i § 13-4. Ettersom § 13-4 foreslås opphevet, foreslår Finanstilsynet nødvendige tilpasninger i § 19-7 femte ledd. Etter forslaget overføres reglene om fremgangsmåte ved tvangssalg som nå står i § 13-4, uendret i § 19-7 femte ledd. Forslaget innebærer ikke materielle endringer i bestemmelsen.

4.2. Særskilt om endring av reglene om minste kursverdi og spredning av aksjer

4.2.1. Gjeldende rett

Verdipapirforskriften § 13-2 angir minimumskravene for børsnotering av aksjer, herunder krav til minste kursverdi og spredningsregler. Aksjer kan bare tas opp til børsnotering dersom kursverdien av aksjene som søkes tatt opp til notering antas å være minst 8 millioner kroner. Dersom kursverdien ikke kan anslås, skal foretakets balanseførte egenkapital ved siste avlagte årsregnskap være av minst samme størrelse. Dersom foretaket har avlagt delårsrapport etter siste avlagte årsregnskap og markedsoperatøren for børsen finner rapporten tilfredsstillende, kan bokført egenkapital i delårsrapporten legges til grunn.

¹⁰ Verdipapirforskriften § 13-2 første ledd om generelle krav til børsnotering av aksjer, § 13-5 om innholds krav ved søknad om børsnotering av aksjer, § 13-6 første ledd om krav for opptak til børsnotering av obligasjoner, § 13-9 om tillitsmann, 13-10 fjerde ledd om vilkår som gjelder enkelte obligasjonstyper, § 13-11 annet ledd om søknads krav for obligasjoner og § 13-12 om god børsskikk, gir regler som ikke har noe motstykke i opptaksdirektivet. De øvrige reglene gjennomfører regler i opptaksdirektivet.

¹¹ Opptaksdirektivet regulerer/regulerte hovedsakelig prospekt, vilkårene for opptak til handel av finansielle instrumenter og krav om hvilke og hvordan angitte opplysninger skal offentliggjøres og registreres.

Minst 25 prosent av aksjene, må være spredt blant allmennheten. Markedsoperatøren for børsen kan fravike 25 prosent-grensen på opptakstidspunktet dersom slik spredning i løpet av kort tid må påregnes oppnådd ved handel over børsen, eller når tilstrekkelig spredning av aksjene likevel må anses sikret på grunn av et stort antall aksjer av samme aksjeklasse og omfattende spredning av disse blant allmennheten.

4.2.2. Forventet EØS-rett

Når opptaksdirektivet oppheves, overføres direktivets regler om minste kursverdi av aksjer som skal tas opp til handel og reglene spredning av aksjer til allmennheten til MiFID II. I fortalen til endringsdirektivet avsnitt 11 fremheves disse reglene som så sentrale for finansmarkedene i Europa at de bør fastsettes i dette regelverket. Endringsdirektivet innfører på denne bakgrunn en ny artikkel 51a i MiFID II om vilkår for å ta opp aksjer til notering på regulert marked.

Regelen i opptaksdirektivet artikkel 43 nr. 1 om minste kursverdi av aksjer som søkes tatt opp til notering, videreføres i MiFID II ny artikkel 51a nr. 1. Kravet til minste kursverdi av aksjene som tas opp til handel opprettholdes på et nivå på en million euro. Bestemmelsen undergis ellers enkelte språklige endringer.

Ny artikkel 51a nr. 2 viderefører opptaksdirektivet artikkel 43 nr. 4, som gir unntak fra minstekravet til kursverdi der aksjene som skal tas opp er fungible med aksjer som allerede er tatt opp til handel (det vil si aksjer i en aksjeklasse som allerede er tatt opp til handel).

Artikkel 51a nr. 3 viderefører opptaksdirektivet artikkel 43 nr. 6. Etter bestemmelsen må stater som har en annen valuta enn euro, justere sin lovgivning slik at kravet til minste kursverdi overholdes, dersom svingninger i nasjonal valuta mot euro over en periode på ett år, innebærer at kravet til minste kursverdi blir liggende 10 % over eller under en million euro. Endringen i nasjonal lov skal foretas innen 12 måneder etter at denne perioden er utløpt.

Artikkel 51a nr. 4 fastsetter endrede krav til spredning av aksjer som tas opp til notering. Etter opptaksdirektivets regler stilles det krav om at 25 % av aksjene skal tilbys allmennheten. Kravet er i henhold til fortalen til endringsdirektivet avsnitt 12, for høyt og ikke lenger aktuelt. For å gi utstederne større fleksibilitet, og gjøre de europeiske kapitalmarkedene mer konkurransedyktige, reduseres minimumskravet til spredning av aksjer til 10 %. Dette kravet gir i henhold til fortalen et tilstrekkelig likviditetsnivå i markedene.

Når aksjene som skal tas opp til handel er fungible med aksjer som allerede er tatt opp til handel, skal det regulerte markedet vurdere om kravet om at 10 % av aksjene skal være spredt til allmennheten er oppfylt etter en samlet vurdering av aksjene i samtlige aksjeklasser i selskapet. Dette fremgår av ny artikkel 51a nr. 6. Etter opptaksdirektivets regel skulle vurderingen gjøres ut fra spredningen av aksjer i samme aksjeklasse.

Opptaksdirektivets krav om at et tilstrekkelig antall aksjer skal distribueres til en eller flere medlemsstater i EU videreføres ikke.

Ny artikkel 51a nr. 5 åpner for at medlemsstatene *kan* fastsette at markedsoperatøren for det regulerte markedet kan gi unntak fra spredningskravet på 10 % dersom minst ett av følgende vilkår er oppfylt:

- a) at et tilstrekkelig antall aksjer eies av allmennheten,
- b) at aksjene eies av et tilstrekkelig antall aksjeeiere
- c) at markedsverdien av aksjene som eies av allmennheten representerer en tilstrekkelig andel av kapitalen i den aktuelle aksjeklassen.

Ny artikkel 51a nr. 7 gir kommisjonen myndighet til at vedta endringer i beløpsgrensene fastsatt i artikkelens nr. 1, 3, og 4, dersom de fastsatte beløpsgrensene utfordrer likviditeten i markedet på grunn av den finansielle utviklingen.

4.2.3. Finanstilsynets forslag

Opptaksdirektivets regler om minste kursverdi av aksjer som søkes tatt opp til notering og reglene om spredning av aksjer til allmennheten, overføres til en ny bestemmelse i MiFID II artikkel 51a, i endret form. Finanstilsynet bemerker at anvendelsesområdet for reglene med dette utvides til å gjelde for aksjer som skal tas opp til notering på et ethvert regulert marked i EØS.

Dagens regler om spredning av aksjer til allmennheten og minste kursverdi finnes i verdipapirforskriften § 13-2 om minimumskrav for notering av aksjer på børs. Som omtalt i kapittel 4.1.3 foreslår Finanstilsynet at verdipapirforskriften kapittel 13 skal oppheves. Finanstilsynet foreslår at det fastsettes en ny bestemmelse i verdipapirhandelloven § 12-2a som gjennomfører MiFID II ny artikkel 51a.

Artikkel 51a nr. 1 fastsetter at forventet markedsverdi av et selskap hvis aksjer søkes tatt opp til handel på regulert marked, skal være minimum 1 million euro, eller tilsvarende beløp i nasjonal valuta. Dersom markedsverdien ikke kan anslås, kan selskapets balanseførte egenkapital ved siste avlagte årsregnskap legges til grunn. Regelen viderefører opptaksdirektivet artikkel 43 nr. 1 med enkelte språklige endringer.

Reglene om minste kursverdi er i dag gjennomført i verdipapirforskriften § 13-2 annet ledd. Finanstilsynet foreslår at bestemmelsen videreføres i § 12-2a første ledd med nødvendige tilpasninger. For det første erstattes begrepet "kursverdien av aksjene" med begrepet "markedsverdien av selskapet". Tilsvarende endring er gjort EØS-reglene ved overføring av reglene fra opptaksdirektivet artikkel 43 nr. 1 til MiFID II ny artikkel 51a nr. 1. For det andre økes minsteverdien fra 8 millioner kroner til 11,5 millioner i tråd med kursutviklingen på henholdsvis NOK og euro (avrundet til nærmeste hundre tusen). For det tredje videreføres ikke regelen i verdipapirforskriften § 13-2 tredje ledd om at foretakets bokførte egenkapital i delårsrapporten kan legges til grunn dersom markedsoperatøren godkjenner rapporten (i tillegg til årsrapporten). Finanstilsynet bemerker at regelen ikke følger av opptaksdirektivet, og at noen tilsvarende regel heller ikke finnes i ny artikkel 51a.

Unntaket i ny artikkel 51a nr. 2 fra minstekravet til kursverdi der aksjene som skal tas opp til handel, er fungible med aksjer som allerede er tatt opp til handel foreslås gjennomført i ny § 12-2a annet ledd.

Regelen i artikkel 51a nr. 2 om stater som har en annen valuta enn euro, skal justere sin lovgivning ved endringer i forholdet mellom nasjonal valuta og euro, foreslås ikke lovfestet. Finanstilsynet bemerker at regelen viderefører uendret fra opptaksdirektivet artikkel 43 nr. 6 som ikke er tatt inn i gjeldende regelverk. Finanstilsynet bemerker at forpliktelsen påhviler nasjonale myndigheter, og vil gjelde som en folkerettslig forpliktelse når endringsdirektivet er tatt inn i EØS-avtalen. Finanstilsynet bemerker imidlertid at valutakursene de senere årene har svingt mye over tid. Det kan ikke utelukkes at det kan være behov å foreta jevnlig justeringer. Finanstilsynet foreslår i § 12-2a fjerde ledd en forskriftsbestemmelse som gir departementet hjemmel til å gjøre endringer i, herunder fastsette unntak fra, første til tredje ledd for å gjennomføre Norges forpliktelser etter EØS-avtalen. Finanstilsynet legger til grunn at bestemmelsen kan benyttes til å fastsette forskrifter for å oppfylle kravene i ny artikkel 51a nr. 2. Finanstilsynet bemerker at det er viktig for det norske markedet at det legges til rette for en effektiv praktisering av regelverket slik at de norske kravene i størst mulig grad samsvarer med kravene i resten av Europa.

Opptaksdirektivets krav om at minst 25 prosent av aksjene som skal tas opp til notering skal spres til allmennheten, lempes til et krav på 10 prosent etter artikkel 51a nr. 4. Det reduserte spredningskravet foreslås gjennomført i § 12-2a tredje ledd. Finanstilsynet bemerker at også regelen om oppfyllelse av spredningskravet der aksjene som søkes tatt opp til notering er fungible med aksjer som allerede er tatt opp til notering, mykes opp. Etter opptaksdirektivets regel skal beregningen av om spredningskravet er oppfylt gjøres ut fra det samlede antall aksjer i samme aksjeklasse, mens vurderingen etter ny artikkel 51a nr. 4 skal gjøres på

grunnlag av spredningen av samtlige aksjer i selskapet. Finanstilsynet foreslår at regelen gjennomføres i § 12-2a tredje ledd.

Etter verdipapirforskriften § 13-2 femte ledd kan markedsoperatøren fravike spredningskravet på visse vilkår. Bestemmelsen gjennomfører regler i opptaksdirektivet artikkel 48. Også MiFID II ny artikkel 51a nr. 5 åpner for at markedsoperatøren kan gis hjemmel til å gjøre unntak fra spredningskravet dersom nærmere angitte vilkår er oppfylt. Finanstilsynet foreslår imidlertid ikke å innføre en slik regel. Finanstilsynet legger til grunn at behovet for unntaksregelen reduseres betraktelig når minstekravet til spredning av aksjer reduseres. Finanstilsynet bemerker at reduksjonen i krav til spredning av aksjer fra 25 til 10 prosent, innebærer en betydelig lemping av regelverket. En adgang for markedsoperatøren til å redusere kravet ytterligere, kan svekke tilliten til markedets likviditet og redusere investorbeskyttelsen. Finanstilsynet kan ikke se at det er behov for å legge til rette for ytterligere reduserte krav til spredning av aksjer til allmennheten av hensyn til kapitalmarkedet.

MiFID II ny artikkel 51a nr. 7 fastsetter at kommisjonen kan fastsette utfyllende regler, herunder avvike fra kravet til minste markedsverdi og minstekravet til spredning i bestemmelsens nr. 1 og nr. 3 dersom likviditeten i markedene tilsier det på grunn av utviklingen i finansmarkedet. For å gjennomføre bestemmelsen foreslår Finanstilsynet en bestemmelse som fastsetter at departementet kan fastsette utfyllende forskrifter, herunder gjøre endringer i og fastsette unntak fra, bestemmelsene gjennomført etter første ledd for å gjennomføre Norges forpliktelser etter EØS-avtalen.

MiFID II gir fullharmoniserte regler om opptak til notering. De av verdipapirforskriftens krav for opptak til notering som ikke videreføres i MiFID II, foreslås som omtalt i kapittel 4.1, opphevet.

5. Økonomiske og administrative konsekvenser

5.1. Innledende bemerkninger

Hovedformålet med Listing Act er å gjøre verdipapirmarkedet i Europa mer attraktivt og lette tilgangen til kapital for små og mellomstore foretak. Regelverkspakken skal bidra til å lette de administrative byrdene for foretak og legge til rette for markedsbasert finansiering, samtidig som et tilstrekkelig nivå av investorbeskyttelse og markedsintegritet opprettholdes. Endringene som foreslås i denne utredningen innebærer i hovedsak en opprydning og forenkling i eksisterende regelverk, uten at det foretas større endringer.

Reglene er i all hovedsak fullharmoniserte. EØS-avtalen innebærer at Norge har plikt til å gjennomføre endringsdirektivet i norsk rett når den er innlemmet i EØS-avtalen. Det er derfor ikke hensiktsmessig å skissere alternative løsninger, eller foreta en full avveining av nytten av regelverket opp mot kostnaden.

Det bemerkes innledningsvis at forslagene som fremmes i utredningen utelukkende innebærer forenkling og lemping av regelverk. Markedsaktørene pålegges ikke nye plikter.

5.2. Konsekvenser foretak under tilsyn

Endringsdirektivet medfører en rekke mindre lettelser og forenklinger både for regulerte markeder og for verdipapirforetakene.

Endringene åpner for at et segment av en multilateral handelsfasilitet kan registreres som et vekstmarked for små og mellomstore bedrifter dersom nærmere angitte vilkår er oppfylt. Endringen innebærer organisatoriske forenklinger for verdipapirforetak og markedsoperatører som driver slike vekstmarkeder. Formålet med endringen er å legge bedre til rette for etablering av denne typen handelsplasser, og dermed for å ta små og

mellomstore bedrifter opp til handel. Det er kun Euronext Growth Oslo som i dag er registrert som SMB-vekstmarked i det norske markedet.

Forslaget om å oppheve verdipapirhandelloven kapittel 3 og verdipapirforskriften kapittel 3 på grunnlag av at opptaksdirektivet oppheves, innebærer en vesentlig opprydning i regelverket som gjelder for regulerte markeder som er børser. Opphevelsen av særregler for børser som er gitt i verdipapirhandelloven og verdipapirforskriften i medhold av opptaksdirektivet, innebære en reduksjon i regelbyrden for Oslo Børs ASA. Finanstilsynet legger til grunn at det er viktig for Oslo Børs' konkurransesituasjon at norske regulerte markeder er underlagt samme regelverk som i resten av Europa.

Spredningskravet for aksjer som skal tas opp til notering reduseres fra 25 prosent til 10 prosent. Som følge av lempingen, foreslås det ikke å opprettholde adgangen markedsoperatøren har til å gjøre skjønnsmessig unntak fra spredningskravet basert på nærmere angitte vilkår. Finanstilsynet legger til grunn at endringen representerer en forenkling for markedsoperatøren.

For verdipapirforetakene gir endringen av reglene om vederlag for tredjepartsanalyser lettelse. Blant annet fjernes begrensningen i adgangen til å kombinere betalinger for investeringstjenester og analyse til kun å gjelde for selskaper med en markedsverdi under 1 milliard euro. Det innføres isteden regler som skal sikre at kundene blir informert om hvorvidt foretakene betaler separat eller samlet for levering av utførelsestjenester og tredjepartsanalyser. Det innføres samtidig nye regler om utstederfinansierte analyser. Formålet med regelverket er å stimulere til økt analysedekning for særlig små og mellomstore bedrifter. Verdipapirforetak som skal utarbeide utstederfinansierte analyser, blir pålagt visse rapporteringsforpliktelser.

5.3. Konsekvenser for bedrifter og investorer

Hovedformålet med endringene denne utredningen omfatter, er som nevnt å legge bedre til rette for særlig små og mellomstore bedrifters tilgang til kapitalmarkedet. Formålet med å åpne for at et segment av en MHF kan etableres som et SMB-vekstmarked, er å øke etableringen av denne typen handelsplasser. Det legges dermed bedre til rette for at små og mellomstore bedrifter kan få sine finansielle instrumenter tatt opp til handel på markedsplasser med et regelverk som er tilpasset deres behov, samtidig som kostnadene reduseres.

At kravet om spredning av aksjer til allmennheten reduseres til 10 % kan innebære at det vil være noe lettere for foretak å få sine aksjer notert på et regulert marked.

At det er tilstrekkelig likviditet i aksjene som omsettes på et regulert marked er av stor betydning for investorene. I fortalen til endringsforordningen legges det til grunn at likviditeten i markedet ivaretas i tilstrekkelig grad ved et krav om spredning av 10 % av aksjene til allmennheten. Finanstilsynet har ikke foreslått å benytte adgangen til å fastsette at markedsoperatøren kan beslutte å avvike fra minimumskravet dersom nærmere angitte vilkår er oppfylt. Finanstilsynet mener at hensynet til investorene tilsier at muligheten til å gi unntak ikke bør benyttes når minstekravet lempes betydelig.

Hovedformålet med endringen i analysereglene er å bedre analysedekningen for små og mellomstore bedrifter. Lemping av reglene om vederlag for tredjepartsanalyser og nye regler om utstederfinansierte analyser vil samlet sett gi grunnlag for økt analysedekning for SMB-segmentet, noe som vil bidra til å synliggjøre selskapene, og som dermed kan gjøre det noe lettere å innhente kapital. Investorbeskyttelsen vil ivaretas ved krav til informasjon om analysenes karakter og informasjon om betalingsstrukturer for analysedekning til investorene. Finanstilsynet legger til grunn at endringene ikke innebærer nevneverdig svekkelse av investorbeskyttelsen.

5.4. Konsekvenser for myndighetene

Virksomhetsområdet som omfattes av endringsdirektivet, faller inn under Finanstilsynets ansvarsområde. De endringer direktivet innebærer, vil derfor også ha enkelte konsekvenser for Finanstilsynets arbeid.

I en innføringsperiode vil endringene i regelverket kreve noe økte ressurser for Finanstilsynet til informasjonstiltak, oppdaterte veiledninger og informasjon på Finanstilsynets nettsted. Det antas at arbeidet vil være av begrenset omfang.

Adgangen til å registrere også segmenter av multilaterale handelsfasiliteter som vekstmarkeder for små og mellomstore bedrifter, innebærer at det kan komme noen flere søknader. Det antas imidlertid at dette ikke vil innebære noen betydelig økning av ressursbruken til Finanstilsynet. Det har per i dag kun vært en søknad som SMB-vekstmarked til behandling. Det antas ikke at lempingene av reglene vil føre til en stor økning søknader.

Som et ledd i tilsynet med verdipapirforetakenes virksomhet, vil Finanstilsynet føre tilsyn med overholdelsen av de endrede analysereglene, herunder de nye reglene om utstederfinansierte analyser.

At de særlige reglene om tillatelse som børs med tilhørende eierbegrensningsregler, oppheves, vil innebære at Finansdepartementet ikke lenger vil være godkjenningmyndighet for endringer i eierstrukturen til regulerte markeder som etter dagens regler også er en børs.

6. Forslag til lov- og forskriftsendringer

Forslag til lov om endringer i lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven)

Kapittel I. Endringer i verdipapirhandelloven

I lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) gjøres følgende endringer:

I § 2-8 gjøres følgende endringer:

Nytt sjette ledd skal lyde:

(6) Med vekstmarked for små og mellomstore bedrifter menes en multilateral handelsfasilitet, eller et segment av en multilateral handelsfasilitet, som er registrert av Finanstilsynet som et vekstmarked for små og mellomstore bedrifter, jf. § 9-31.

Sjette ledd blir nytt syvende ledd.

I § 9-31 gjøres følgende endringer:

Første ledd skal lyde:

(1) Finanstilsynet kan etter søknad fra operatør av en multilateral handelsfasilitet, registrere fasiliteten eller et segment av fasiliteten, som vekstmarked for små og mellomstore bedrifter.

Nytt fjerde ledd skal lyde:

(4) Registrering av et segment av en multilateral handelsfasilitet som vekstmarked for små og mellomstore bedrifter kan bare skje dersom segmentet er underlagt effektive systemer og prosedyrer som sikrer at følgende vilkår oppfylles:

1. segmentet er klart adskilt fra andre markedssegmenter som driftes av markedsoperatøren, herunder ved navn, regelbok, markedsføring og markedsføringsstrategi samt en egen identifikasjonskode
2. transaksjonene som gjennomføres på segmentet er tydelig adskilt fra markedsaktivitet på andre segmenter ved den multilaterale handelsfasiliteten
3. operatøren av den multilaterale handelsfasiliteten kan fremlegge en uttømmende liste over de finansielle instrumentene som er tatt opp til handel på segmentet og gi alle opplysninger Finanstilsynet etterspør om driften av segmentet.

Fjerde ledd blir nytt femte ledd og skal lyde:

(5) Finanstilsynet kan avregistrere en multilateral handelsfasilitet, eller et segment av en multilateral handelsfasilitet, som et vekstmarked for små og mellomstore bedrifter dersom verdipapirforetaket eller markedsoperatøren som driver den multilaterale handelsfasiliteten, eller et segment av den multilaterale handelsfasiliteten, søker om avregistrering, eller den multilaterale handelsfasiliteten ikke lenger oppfyller kravene i tredje ledd, eller et segment av den multilaterale handelsfasiliteten ikke lenger oppfyller kravene i tredje og fjerde ledd.

Femte ledd blir nytt sjette ledd og skal lyde:

(6) Et finansielt instrument som opptas til handel på et vekstmarked for små og mellomstore bedrifter, skal bare kunne handles på en annen handelsplass dersom utstederen har blitt underrettet om dette og ikke har gjort innsigelse. Der handelsplassen er et annet vekstmarked for små og mellomstore bedrifter, skal ikke utstederen underlegges forpliktelser med hensyn til foretaksstyring eller offentliggjøring av informasjon som følge av handelen på det andre vekstmarkedet. Dersom det finansielle instrumentet tas opp til handel på en annen type handelsplass, skal utsteder informeres om enhver forpliktelse som utsteder blir underlagt som gjelder foretaksstyring eller offentliggjøring av informasjon som gjelder for den nye handelsplassen.

Sjette ledd blir nytt syvende ledd.

Ny §10-10b skal lyde:

§ 10-10b Krav knyttet til analyser

(1) Analyser som er utarbeidet av et verdipapirforetak eller av en tredjepart, og som benyttes av, eller distribueres til, verdipapirforetak, deres kunder eller potensielle kunder, skal være balanserte, klare og ikke villedende og i samsvar med § 10-10 første ledd.

Markedsføringsmateriale skal tydelig angis som sådan.

(2) Verdipapirforetak som yter porteføljeforvaltning, andre investeringstjenester eller tilknyttede tjenester, skal sikre at analyser som distribueres til kunder eller potensielle kunder og som helt eller delvis er betalt av en utsteder, bare skal merkes som "utstederfinansiert analyse" dersom analysen er utarbeidet i samsvar med forordningen om god analyseskikk for utstederfinansierte analyser.

(3) Verdipapirforetak som produserer eller distribuerer utstederfinansierte analyser skal ha retningslinjer og rutiner som sikrer at analysene er utarbeidet i samsvar med kravene i første, andre og fjerde ledd samt med forordningen om god analyseskikk for utstederfinansierte analyser.

(4) Utstederfinansiert analyse skal merkes med at den er utarbeidet i samsvar med forordningen om god analyseskikk for utstederfinansierte analyser på analysens første side. Alt annet analysemateriale som helt eller delvis er betalt av utstederen, men som ikke er

utarbeidet i samsvar med forordningen om god analyseskikk for utstederfinansierte analyser, skal merkes som markedsføringsmateriale.

(5) Utsteder kan oversende utstederfinansierte analyser til den nasjonale myndighet som er utpekt etter artikkel 2 nr. 2 i ESAP-forordningen. Ved oversendelsen skal det bekreftes at informasjonen overholder kravene i forordningen om god analyseskikk for utstederfinansierte analyser.

(6) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

I § 10-12 gjøres følgende endringer:

Nytt femte ledd skal lyde:

(5) Første ledd omfatter ikke levering av analyse fra en tredjepart til verdipapirforetak som yter porteføljeforvaltning eller andre investeringstjenester eller tilknyttede tjenester til kunder dersom

- 1. det er inngått en avtale mellom verdipapirforetaket og analyseleverandøren om en metode for kompensasjon som inkluderer hvordan det skal tas hensyn til kostnadene for analysen ved fastsettelsen av kompensasjonen for de totale investeringstjenestene,*
- 2. verdipapirforetaket informerer sine kunder om hvorvidt det vil ta samlet eller separat betaling for utførelsestjenester og analyser. Foretaket skal også informere kunden om sin policy for betaling for utførelsestjenester og analyser. Verdipapirforetaket skal informere om hvordan interessekonflikter håndteres dersom det tas samlet betaling for utførelsestjenester og analyser,*
- 3. verdipapirforetaket årlig vurderer kvaliteten, anvendeligheten og verdien av analysene som er brukt og om analysen har ført til bedre investeringsbeslutninger, eller*
- 4. verdipapirforetaket velger å ta separat betalt for utførelsestjenester og tredjepartsanalyser, forutsatt at vederlag for analysen enten betales direkte fra verdipapirforetakets egne midler, eller fra en separat analysebetalingskonto kontrollert av verdipapirforetaket og foretaket oppfyller vilkårene i nr. 3.*

Nye syvende til niende ledd skal lyde:

(7) Handelskommentarer og andre skreddersydde handelsrådgivningstjenester som er uløselig knyttet til gjennomføringen av en transaksjon i finansielle instrumenter, skal ikke anses som analyser.

(8) Første ledd gjelder ikke der et verdipapirforetak mottar analyser fra en tredjepart som verken gjennomfører utførelsestjenester eller er en del av et konsern som omfatter verdipapirforetak som tilbyr utførelsestjenester eller andre investeringstjenester, forutsatt at verdipapirforetaket oppfyller vilkårene i femte ledd nr. 3.

(9) Verdipapirforetak skal ha et register over de totale kostnadene som kan tilskrives analyser som er utført av tredjeparter, dersom de besitter denne informasjonen. Informasjonen skal i så fall gjøres tilgjengelig for foretakets kunder på årlig basis.

Syvende ledd blir nytt tiende ledd.

Ny §12-2a skal lyde:

§ 12-2a. Krav ved notering av aksjer på regulert marked

(1) Aksjer kan bare tas opp til notering på regulert marked dersom markedsverdien av foretaket som har utstedt aksjene, må antas å være minst 11 500 000 kroner. Dersom

markedsverdien ikke kan anslås, skal foretakets balanseførte egenkapital ved siste avlagte årsregnskap være av minst samme størrelse.

(2) Første ledd kommer ikke til anvendelse ved søknad om opptak til notering av aksjer som er ombyttbare med aksjer som allerede er tatt opp til notering.

(3) Minst 10 prosent av aksjene som søkes tatt opp til notering, må være spredt blant allmennheten. Dersom det søkes om opptak til notering av aksjer som er ombyttbare med aksjer som allerede er tatt opp til notering, skal vurderingen av om spredningskravet er oppfylt gjøres på grunnlag av spredningen til allmennheten av alle utstedte aksjer i foretaket.

(4) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her. Departementet kan også gjøre endringer i, herunder fastsette unntak fra, bestemmelsene i første til tredje ledd for å gjennomføre Norges forpliktelser etter EØS-avtalen.

Kapittel 13. Tillatelse og virksomhetskrav som bør, oppheves.

§ 19-7 femte ledd skal lyde:

(5) Dersom en eier med kvalifisert eierandel ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket, ikke har fått tillatelser etter [§ 9-13](#) annet ledd eller [§ 11-10](#) sjette ledd eller opptre i strid med tillatelsen for ervervet, kan Finanstilsynet gi pålegg om at stemmerettighetene knyttet til aksjene ikke kan utøves, eller at aksjene skal avhendes, etter reglene om tvangsdekning i finansielle instrumenter i tvangsfullbyrdelsesloven så langt de passer. [Tvangsfullbyrdelsesloven § 10-6](#), jf. [§ 8-16](#), kommer ikke til anvendelse. Aksjeeieren skal varsles om at tvangssalg vil bli foretatt senest to uker før salget gjennomføres.

Kapittel II. Ikrafttredelses- og overgangsbestemmelser.

§ 2-1. Ikrafttredelse

Loven gjelder fra den tid Kongen bestemmer. Kongen kan sette i kraft de enkelte bestemmelsene til forskjellig tid.

§ 2-2. Overgangsregler

Departementet kan gi overgangsregler.

Forslag til endringer i forskrift 29. juni 2007 nr. 876 til verdipapirhandelloven (verdipapirforskriften):

Kapittel 13. Tillatelse som bør, oppheves.

Finanstilsynet
Revierstredet 3
P.O. Box 1187 Sentrum
NO-0107 Oslo

Tel. +47 22 93 98 00
post@finansstilsynet.no
finansstilsynet.no

