

Prop. 83 LS

(2021–2022)

Proposisjon til Stortinget (forslag til lovvedtak og stortingsvedtak)

Endringer i verdipapirhandelloven (flagging)
og samtykke til godkjenning av
EØS-komiteens beslutning nr. 81/2020
av 12. juni 2020 om innlemmelse i EØS-avtalen
av direktiv 2013/50/EU

Innhold

1	Proposisjonens hovedinnhold..	5	6	Økonomiske og administrative konsekvenser	36
1.1	Innledning	5			
1.2	Hovedtrekkene i lovforslaget	6			
1.3	Godkjenning av EØS-komiteens beslutning nr. 81/2020 av 12. juni 2020	6	7	Merknader til de enkelte bestemmelser	37
2	Bakgrunnen for lovforslaget	7	A Forslag til lov om endringer i verdipapirhandelloven (flagging)	41	
2.1	Verdipapirlovutvalget	7			
2.2	Høring	7	B Forslag til vedtak om samtykke til godkjenning av EØS-komiteens beslutning nr. 81/2020 av 12. juni 2020 om innlemmelse i EØS-avtalen av direktiv 2013/50/EU	44	
3	Flaggeplikt	8	Vedlegg		
3.1	Innledning og om nasjonale valgmuligheter etter direktivet	8	1	EØS-komiteens beslutning nr. 81/2020 av 12. juni 2020 om endring av EØS-avtalens vedlegg IX (Finansielle tjenester)	45
3.2	Nye finansielle instrumenter omfattet av flaggeplikten	10	2	Europaparlaments- og rådsdirektiv 2013/50/EU av 22. oktober 2013 om endring av europaparlaments- og rådsdirektiv 2004/109/EF om harmonisering av innsynskrav med hensyn til opplysninger om utstedere av verdipapirer som er opptatt til notering på et regulert marked, europaparlaments- og rådsdirektiv 2003/71/EF om det prospekt som skal offentliggjøres når verdipapirer legges ut til offentlig tegning eller opptas til notering og kommisjonsdirektiv 2007/14/EF om fastsettelse av nærmere regler for gjennomføringen av visse bestemmelser i direktiv 2004/109/EF	46
3.3	Lån av finansielle instrumenter	13			
3.4	Beregning av flaggebeholdning	14			
3.5	Unntak fra flaggeplikten	17			
3.6	Meldingens innhold	19			
3.7	Konsolidering og fullmaktsforhold mv.	20			
3.8	Fremsettelse av melding – fristen for å flagge	23			
4	Forvaltningsmessige tiltak og sanksjoner	29			
4.1	Innledning	29			
4.2	Gjeldende rett	29			
4.3	EØS-rett	29			
4.4	Utvalgets vurderinger	30			
4.5	Høringsmerknader	31			
4.6	Departementets vurdering	32			
5	Nærmere om EØS-komiteens beslutning	35			
5.1	Bakgrunn	35			
5.2	Omtale av EØS-komiteens beslutning nr. 81/2020	35			

Prop. 83 LS

(2021–2022)

Proposisjon til Stortinget (forslag til lovvedtak og stortingsvedtak)

Endringer i verdipapirhandelloven (flagging) og samtykke til godkjenning av EØS-komiteens beslutning nr. 81/2020 av 12. juni 2020 om innlemmelse i EØS-avtalen av direktiv 2013/50/EU

*Tilråding fra Finansdepartementet 8. april 2022,
godkjent i statsråd samme dag.
(Regjeringen Støre)*

1 Proposisjonens hovedinnhold

1.1 Innledning

Finansdepartementet legger i denne proposisjonen frem forslag til endringer i lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) som gjennomfører direktiv 2013/50/EU (heretter endringsdirektivet), som blant annet endrer rapporteringsdirektivet (direktiv 2004/109/EF).

Proposisjonen må sees i sammenheng med Prop. 66 LS (2020–2021) hvor det ble fremmet forslag til lovendringer til gjennomføring av deler av direktivet. Det fremkommer av proposisjonen punkt 2.1 at direktivet også gjør endringer i rapporteringsdirektivets regler om flagging av eierposisjoner i noterte selskap, og krav til sanksjoner, og at departementet i en senere proposisjon vil fremme forslag til slike regler. Videre fremkommer det at departementet i senere proposisjon vil anmode om Stortingets godkjenning av

EØS-komiteens beslutning. Departementet legger i denne proposisjonen frem forslag til slike regler og anmodning om samtykke til godkjenning av EØS-komiteens beslutning nr. 81/2020 av 12. juni 2020 som innlemmer i EØS-avtalen direktiv 2013/50/EU om endring av europaparlaments- og rådsdirektiv 2004/109/EF om harmonisering av innsynskrav med hensyn til opplysninger om utstedere av verdipapirer som er opptatt til notering på et regulert marked, europaparlaments og rådsdirektiv 2003/71/EF om det prospekt som skal offentliggjøres når verdipapirer legges ut til offentlig tegning eller opptas til notering og kommisjonsdirektiv 2007/14/EF om fastsettelse av nærmere regler for gjennomføringen av visse bestemmelser i direktiv 2004/109/EF, rettet ved EUT L 14 av 18.1.2014, s. 35.

Departementet viser til Prop. 66 LS (2020–2021) punkt 1 og 2.1 og NOU 2016: 2 punkt 1.2 for

en overordnet beskrivelse av direktiv 2004/109/EF og endringsdirektivet.

EØS-komiteens beslutning i uoffisiell norsk oversettelse og rettsakten i offisiell norsk oversettelse følger som trykte vedlegg til proposisjonen.

1.2 Hovedtrekkene i lovforslaget

I punkt 3.2 foreslår departementet at bestemmelser om flaggeplikt for rettigheter til aksjer flyttes ut i en egen bestemmelse. Reglene om flagging av rettigheter til aksjer tilpasses til at direktivet oppstiller krav om fullharmonisering på dette punktet. Videre foreslås regler som utvider flaggeplikten til å gjelde derivater med aksjer som underliggende, uansett om de gir rett til fysisk eller finansielt oppgjør, samt en regel om ny flagging ved senere erverv av underliggende aksjer.

I punkt 3.3 foreslår departementet en regel hvorved utlån av aksjer og mottak av utlånte aksjer skal flagges. Det følger allerede av bestemmelsen at innlån og tilbakelevering skal flagges. Med endringen blir det flaggeplikt for både utlåner og låntaker.

I punkt 3.4 foreslår departementet regler om beregning av flaggebeholdning knyttet til rettigheter til aksjer og andre finansielle instrumenter. Utfyllende bestemmelser er gitt i kommisjonsforordning 2015/761/EU, og departementet foreslår en forskriftshjemmel for å gjennomføre denne. I punkt 3.4.3 foreslår departementet en bestemmelse om aggregering, altså at innehav av aksjer og andre flaggepliktige instrumenter skal legges sammen når en beregner den flaggepliktige beholdningen.

I punkt 3.5 foreslår departementet at de mest sentrale unntaksbestemmelsene som gjelder flaggeplikten i verdipapirforskriften, flyttes til loven, og inntas i § 4-5. Unntakene utvides til å omfatte flaggeplikt etter lovforslaget § 4-3. Det foreslås

enkelte mindre endringer i bestemmelsene sammenliknet med forskriften. Det foreslås forskriftshjemmel til gjennomføring av nivå-2 regelverk og andre unntaksbestemmelser.

Endringsdirektivet gjør ikke endringer i rapporteringsdirektivets bestemmelser om konsolidering mv. (artikkel 10). Endringsdirektivet legger imidlertid opp til fullharmonisering, og på denne bakgrunn foretas det i punkt 3.7 en gjennomgang og tilpasning av nasjonale bestemmelser om konsolidering mv. Bestemmelser til gjennomføring av artikkel 10 foreslås samlet i én bestemmelse i verdipapirhandelloven.

Departementet foreslår i punkt 3.8 endringer i formuleringen av fristen for å flagge, slik at «straks»-kravet videreføres, samtidig som det oppstilles en yttergrense ved åpning av regulert marked andre handelsdag etter at flaggeplikten utløses.

I punkt 4 foreslås det enkelte endringer i bestemmelser om forvaltningsmessige tiltak og sanksjoner. Hjemmelen for illeggelse av overtredelsesgebyr utvides noe, og det foreslås nye regler om suspensjon av stemmerettigheter.

1.3 Godkjenning av EØS-komiteens beslutning nr. 81/2020 av 12. juni 2020

Direktiv 2013/50/EU ble vedtatt innlemmet i EØS-avtalen ved EØS-komiteens beslutning nr. 81/2020 av 12. juni 2020. Fordi gjennomføring av direktivet krever lovendring, ble det tatt forbehold om Stortingets samtykke til godkjenning av EØS-komiteens beslutning, jf. Grunnloven § 26 annet ledd. Direktivet ble i EØS-komiteens beslutning inntatt som en endringsrettsakt til direktiv 2004/109/EF i vedlegg IX nr. 29d og kommisjonsdirektiv 2007/14/EF, inntatt i vedlegg IX nr. 29da. Det er gjort en tilpasning knyttet til en datoangivelse i direktivet.

2 Bakgrunnen for lovforslaget

2.1 Verdipapirlovutvalget

Den 22. mai 2015 ble det ved kongelig resolusjon oppnevnt et lovutvalg for å komme med forslag til gjennomføring i norsk rett av EUs reviderte regelverk på verdipapirområdet.

Utvalget fikk blant annet i mandat å *«utrede og utarbeide utkast til nødvendige endringer i lov og forskrift som kan gjennomføre kommende EØS-regler svarende til [...] samt Europaparlaments- og rådsdirektiv 2013/50/EU om endringer i rapporteringsdirektivet.»*

Utvalgets forslag til gjennomføring av endringsdirektivet er inntatt i NOU 2016: 2 Endringer i verdipapirhandelloven – flagging og periodisk rapportering.

2.2 Høring

Finansdepartementet sendte NOU 2016: 2 på høring 2. mars 2016 til følgende instanser:

Alle departementene

Datatilsynet
Finanstilsynet
Forbrukerombudet
Konkurransetilsynet
Norges Bank
Regelrådet
Skattedirektoratet
Statistisk sentralbyrå
Økokrim

Aksjonærforeningen i Norge
Den Norske Advokatforening
Den norske Revisorforening
Energi Norge
Finans Norge
Finansforbundet
Finansieringsselskapenes Forening
Folketrygdfondet
Forbrukerrådet
Handelshøyskolen BI

Hovedorganisasjonen Virke
Landsorganisasjonen i Norge
Nasdaq Oslo ASA
Nasdaq Clearing Oslo NUF
Nordic Trustee ASA
Nordic Association of Electricity Traders
Norges Handelshøyskole
Norsk Kapitalforvalterforening
Norsk Venturekapitalforening
Norske Finansanalytikerens Forening
Næringslivets Hovedorganisasjon
Oslo Børs ASA
Pensjonskasseforeningen
SIX x-clear Norway
Sparebankforeningen i Norge
Universitetet i Bergen Det juridiske fakultet
Universitetet i Oslo Det juridiske fakultet
Universitetet i Tromsø Det juridiske fakultet
Verdipapirfondenes forening
Verdipapirforetakenes Forbund
Verdipapirsentralen ASA

Følgende høringsinstanser har gitt merknader til høringsforslaget i NOU 2016: 2:

Advokatforeningen
Finans Norge
Finanstilsynet
Franklin Resources Inc.
ICI Global
Landsorganisasjonen i Norge (LO)
Norske Finansanalytikerens Forening
Næringslivets Hovedorganisasjon (NHO)
Oslo Børs ASA
Publish What You Pay Norway
Revisorforeningen
Verdipapirfondenes forening
Verdipapirforetakenes Forbund
Økokrim

Følgende høringsinstanser har opplyst at de ikke har merknader eller ikke ønsker å delta i høringen:

Norges Bank
Pensjonskasseforeningen
Skattedirektoratet

3 Flaggeplikt

3.1 Innledning og om nasjonale valgmuligheter etter direktivet

3.1.1 Innledning

Utvalget gir en sammenfatning av regelverket om flaggeplikt i NOU 2016: 2 punkt 4.1. Beskrivelsen gjengis for en oversikt, samtidig som det påpekes at det etter utvalgets utredning til dels har skjedd en omnummerering/omstrukturering av bestemmelsene på grunn av andre lovendringer, slik at §§ 4-3 og 4-4 er inntatt i gjeldende § 4-2:

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

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

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

tiden er det bare Oslo Børs som tar opp aksjer til notering som regulert marked i Norge. Krav til melding følger av vphl. § 4-4 annet ledd, jf. verdipapirforskriften § 4-1.

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

3.1.2 Nasjonale valgmuligheter etter direktivet

Utvalget beskriver i punkt 4.2 nasjonale valgmuligheter etter endringsdirektivet slik:

«Utgangspunktet etter rapporteringsdirektivet artikkel 3 har vært at hjemstaten skal kunne stille strengere krav til den flaggepliktige enn reglene i direktivet. Endringsdirektivet er et fullharmoniseringsdirektiv med hensyn til flagging, slik at muligheten til å gi strengere regler for hvert enkelt medlemsland snevres inn. Det er likevel gitt begrensede valgmuligheter knyttet til enkelte bestemmelser om flagging. Etter den nye bestemmelsen i direktivet artikkel 3 nr. 1a, fjerde ledd, kan hjemstaten ikke stille strengere krav til en flaggepliktig som er nevnt i artikkel 10 eller 13, unntatt når:

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

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

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

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

Departementet kommer tilbake til spørsmålet om nasjonale valgmuligheter under de konkrete forslagene nedenfor.

3.1.3 Generelle høringsmerknader

Enkelte av høringsinstansene har kommet med merknader av mer overordnet karakter, eller som knytter seg generelt til spørsmålet om det skal stilles strengere krav enn direktivet legger opp til, der det er adgang til det. Disse generelle merkningene gjengis i dette punktet og inngår, der de er relevante, i departementets vurdering i punktene nedenfor.

LO påpeker at flaggereglene, sammen med andre regler, bidrar til at investorene løpende oppdateres om viktige hendelser hos utsteder, og at utvidet flaggeplikt vil øke transparens og bedre synliggjøre interesser i markedet.

Finans Norge støtter at endringer i størst mulig grad utformes i samsvar med direktivteksten, og påpeker at dette gir like rammebetingelser for norskbaserte og utenlandsbaserte virksomheter. *Finans Norge* fremholder at dette har stor praktisk betydning i lys av at det meste av handelen på Oslo Børs skjer fra utenlandske aktører. Det bemerkes at flaggepliktbestemmelsene allerede i dag er kompliserte og krevende å oppfylle. Nye krav om flere finansielle instrumenter, herunder derivater, gjør dette enda mer komplisert. Det er derfor viktig med et klart og oversiktlig regelverk som gir størst mulig forutsigbarhet.

Verdipapirfondenes forening – næringspolitikk påpeker at nye regler om overtredelsesgebyr medfører skjerpede krav til lovgiver, med tanke på klare lovtekster for å sikre forutberegnelighet og rettssikkerhet for aktørene. Det bør ikke legges opp til utstrakt bruk av skjønn i vurderingen av om en bestemmelse er overtrådt.

Folketrygdfondet fremholder at det i utgangspunktet er positiv til gjennomføringen av rapporteringsdirektivet i norsk rett, og at det etableres like krav til rapportering i det norske markedet som i resten av EU/EØS-området. Samtidig fremholdes at innarbeidede regler endres og blir mer kompliserte, uten at markedet ønsker eller har behov for skjerpede regler.

NHO understreker at norske myndigheter bør utvise forsiktighet med å innføre eller opprettholde regler som går utover det som EU krever og som dermed kan innebære en konkurransemessig ulempe for norske bedrifter. *NHO* mener at hovedregelen bør være at direktivets minimumsregler blir gjennomført uten særnorske tilpasninger. Dersom departementet skulle mene det er behov for særlige regler, må dette angis og begrunnes særskilt.

Oslo Børs viser til at mens det opprinnelige rapporteringsdirektivet oppstiller minimumskrav, så begrenses/opphører muligheten til å stille strengere krav i stor grad med endringsdirektivet. Endringsdirektivet må sees i sammenheng med annen EØS-lovgivning som medfører økt harmonisering og integrering av markedene. *Oslo Børs* understreker at lovgiver bør være varsom med å innføre eller videreføre strengere krav som ikke forankres i hensyn som i særlig grad gjør seg gjeldende i det norske markedet. Ut fra et konkurransemessig syn ser *Oslo Børs* det som viktig at

reglene i det norske markedet ikke avviker fra regelverket som praktiseres i øvrige europeiske land det er naturlig å se hen til. Den økte graden av harmonisering tilsier større grad av forsiktighet når det gjelder strengere regler. Nasjonale regler på nivå med direktivet gir lik konkurranse-situasjon for norske bedrifter og gjør at norske markedsplasser ikke forstyrres, samtidig som markedsplassene kan stille strengere krav, når det er nødvendig, på en måte som er mer fleksibel enn gjennom lovgivning.

3.2 Nye finansielle instrumenter omfattet av flaggeplikten

3.2.1 Gjeldende rett

Gjeldende rett beskrives i NOU 2016: 2 punkt 4.3.1. Her beskrives hvilke finansielle instrumenter som omfattes av flaggeplikten etter gjeldende regler, og hvordan det gjelder flaggeplikt for både stemmer og aksjekapital. Etter at utvalget overleverte sin utredning, har det skjedd en omnummerering av bestemmelsene i verdipapirhandelloven slik at § 4-3 har blitt § 4-2, og det har også skjedd noe omnummerering i leddene i bestemmelsen.

3.2.2 EØS-rett

Utvalget beskriver EØS-retten i punkt 4.3.2 i utredningen. Plikten til å flagge utvides til å gjelde finansielle instrumenter som er knyttet til allerede utstedte aksjer og som har en lignende økonomisk effekt som det å eie aksjer eller rettigheter til aksjer, uavhengig av om disse har fysisk eller finansielt oppgjør. Bakgrunnen er nærmere beskrevet i direktivets fortale punkt 9 og i utredningens punkt 4.3.2. Utvidelse av flaggeplikten er tatt inn ved endringer i rapporteringsdirektivet artikkel 13 og korresponderende endringer i kommisjonsdirektiv 2007/14/EC artikkel 11.

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

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

- a) finansielle instrumenter som ved forfall gir innehaveren, i henhold til en formell avtale, enten ubetinget rett til å erverve eller mulighet til å erverve allerede utstedte aksjer som det er knyttet stemmerett til, fra en utsteder hvis aksjer er opptatt til notering på et regulert marked,

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

Ved bokstav b utvides flaggeplikten til å omfatte alle finansielle instrumenter som er knyttet til aksjer som nevnt i bokstav a og som har lignende økonomisk virkning som det å inneha aksjer eller å ha rett til å erverve aksjer.

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

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

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

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

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

Utvalget beskriver på side 27-28 hvilke endringer dette innebærer i forhold til rettstilstanden forut for direktiv 2013/50/EU. Gjennom utvidelsen av flaggeplikten vil eierstrukturen med hensyn til flere typer finansielle instrumenter bli offentliggjort. Dette reduserer mulighetene til å gjøre skjulte erverv i selskaper og skaffe seg fordele for eksempel i en oppkjøpssituasjon.

Etter ny artikkel 13a nr. 2 i direktivet skal stemmeretter knyttet til finansielle instrumenter som allerede er meldt i samsvar med artikkel 13, meldes på nytt dersom den flaggepliktige har ervervet de underliggende aksjene, og et slikt erverv fører til at det samlede antall stemmeretter knyttet til aksjer som er utstedt av den samme utstederen,

når eller overskrider tersklene for flagging. Denne bestemmelsen er i fortalen til endringsdirektivet punkt 11 begrunnet i hensynet til «å sikre tilstrekkelig innsyn i betydelige eierandeler».

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

3.2.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget bemerker at det kreves fullharmonisering av rapporteringsdirektivet artikkel 13 og 13a, og at bestemmelsene må gjennomføres i norsk rett. Utvalget foreslår å flytte flaggeplikt for rettigheter til aksjer ut i en egen bestemmelse. Utvalget anser dette hensiktsmessig både av hensyn til brukervennlighet og for å få en lovstruktur som ligger tettere opp mot direktivet.

Utvalget viser til at gjeldende flaggeplikt for rettigheter går lenger enn plikten etter direktivet, som kun gjelder finansielle instrumenter som gir en ubetinget rett til erverv av *allerede utstedte aksjer*. Utvalget fremholder at ettersom det er krav om fullharmonisering av artikkel 13 nr. 1, må gjeldende flaggeplikt for rettigheter til *å kreve aksjer utstedt* oppheves, og at dette innebærer at instrumenter som tegningsretter og ordinære konvertible obligasjoner ikke er omfattet av flaggeplikten dersom de kun gir rett til å kreve aksjer utstedt. Utvalget bemerker at dette kan synes lite hensiktsmessig, da slike opplysninger også er av betydning for markedet, men at direktivet medfører at det ikke er nasjonal valgmulighet på dette punktet.

Utvalget bemerker at flaggeplikten for rettigheter til aksjer omfatter både ubetingede rettigheter og rettigheter der innehaveren på diskresjonært grunnlag kan velge å erverve aksjene. Videre bemerker utvalget at terminer vil være et eksempel på finansielle instrumenter der innehaveren har en ubetinget rett til å erverve de underliggende aksjene, og at denne typen instrument etter endringene skal flagges etter bestemmelsen om flagging av rettigheter til aksjer. Utvalget foreslår en ny bestemmelse i vphl. § 4-4 første ledd bokstav a for å gjennomføre artikkel 13 nr. 1 første ledd bokstav a.

For å gjennomføre ny artikkel 13 nr. 1 første ledd bokstav b i norsk rett foreslår utvalget at det innføres en bestemmelse som pålegger flaggeplikt for andre finansielle instrumenter enn aksjer som er knyttet til aksjer, og har lignende økonomisk virkning som det å inneha aksjer og ha rett til å erverve aksjer, uavhengig av om instrumentet gir rett til fysisk eller finansielt oppgjør. Det er ikke noe krav om at det finansielle instrumentet gir innehaveren rett til å erverve de underliggende aksjene. Det er tilstrekkelig at innehavet av instrumentet gir en eksponering mot oppgang eller nedgang i aksjekursen, og på den måten gir en økonomisk lignende effekt som det å eie aksjene. Utvalget viser til at vilkåret om lignende økonomisk virkning må vurderes konkret ut fra kontraktsvilkårene og gir noen eksempler knyttet opp mot konkrete finansielle instrumenter. Utvalget foreslår en ny bestemmelse i vphl. § 4-4 første ledd bokstav b for å gjennomføre artikkel 13 nr. 1 første ledd bokstav b.

Utvalget anser det ikke nødvendig eksplisitt å gjennomføre artikkel 13 nr. 1b som angir hvilke finansielle instrumenter som omfattes av flaggeplikten, forutsatt at de oppfyller kravene etter artikkel 13 nr. 1 første ledd bokstav a eller b, ettersom instrumentene i listen er omfattet av definisjonen av finansielle instrumenter i vphl. § 2-2 og foreslåtte bestemmelser samlet sett innholdsmessig dekker kravene i artikkel 13 nr. 1b.

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

Utvalget vurderer også om det er hensiktsmessig å beholde gjeldende flaggeplikt knyttet til stemmerettsløse aksjer/aksjer med begrenset stemmevekt, under henvisning til at det fremdeles er adgang til å ha nasjonale regler om dette. Utvalget foreslår at flaggeplikt for andel av aksjekapital videreføres i norsk rett og viser til forslaget i ny vphl. § 4-3 annet ledd.

For flagging av rettigheter til aksjer vil flaggeplikten etter utvalgets forslag knytte seg til aksjer med stemmeretter som underliggende og ikke andel av aksjekapital, jf. forslaget i § 4-4 første ledd bokstav a.

3.2.4 Høringsinstansenes merknader

Finans Norge bemerker at flaggepliktbestemmelsene allerede i dag er kompliserte og krevende å oppfylle. Nye krav om flere finansielle instrumenter som skal flagges, herunder derivater, gjør dette enda mer komplisert. Det er derfor viktig med et klart og oversiktlig regelverk som gir størst mulig forutsigbarhet.

Verdipapirfondenes forening – næringspolitikk er enig med utvalget i at korrekt implementering av direktivet innebærer at det kun skal flagges på innehav knyttet til allerede utstedte aksjer, dvs. at det ikke lenger skal være flaggeplikt på tegningsrettigheter og ordinære konvertible obligasjoner.

Advokatforeningen bemerker at enkelte ansatteopsjoner erfaringsmessig vil være strukturert slik at utstederen kan velge å oppfylle plikten til å levere aksjer under opsjonsprogrammet enten gjennom kjøp av allerede eksisterende aksjer i markedet eller gjennom utstedelse av nye aksjer. Normalt vil f.eks. ansatteopsjoner ikke ha et omfang for den enkelte som utløser meldeplikt til markedet, men det anses hensiktsmessig at man søker avklart hvorvidt meldeplikten vil gjelde for opsjoner hvor kontraktsmotparten (her utstederen) har valgfrihet mht. hvorvidt plikten skal oppfylles med eksisterende eller nye aksjer.

Advokatforeningen bemerker at forholdet til meldeplikt for primærinnsidere ikke er berørt i forslaget. *Advokatforeningen* bemerker at spørsmålet vil kunne ha særlig aktualitet for ansatteopsjoner som tildeles primærinnsidere, og at slik avklaring derfor vil være hensiktsmessig både i relasjon til flaggeplikten og primærinnsideres meldeplikt.

Både *Folketrygdfondet* og *Norske Finansanalytikers Forening (NFF)* bemerker at den utvidede flaggeplikten (derivater med finansielt oppgjør) ikke vil gi markedet vesentlig tilleggsinformasjon. Begge bemerker at endringene fremstår kompliserte å etterleve, at risikoen for å gjøre feil er stor, og at det for investorer vil påløpe kostnader til implementering av systemer, rutiner og administrasjon. Begge påpeker særskilte utfordringer for aktører med investeringer spredt på flere juridiske enheter. Begge understreker viktigheten av at aktører gis tid til å innrette seg.

NFF frykter også at kompliserte flaggeregler fører til redusert likviditet i det norske markedet. Selskapene som er notert på Oslo Børs, er små i europeisk sammenheng. Risikoen for at en investor når flaggegrensen på 5 %, er større i et selskap notert på Oslo Børs enn i større utenlandske selskaper. Det kan medføre at investeringer heller

kanaliseres mot større utenlandske selskaper fremfor det norske markedet. Dette vil ytterligere begrense likviditeten i et allerede lite likvid marked.

NHO støtter lovutvalgets forslag om hvilke finansielle instrumenter som skal omfattes av flaggeplikten. *NHO* påpeker generelt at norske myndigheter bør utvise forsiktighet med å innføre eller opprettholde regler som går utover det EU-retten krever. Det vises til merknad gjengitt i punkt 3.1.3 ovenfor.

Oslo Børs viser til at det etter direktivet er adgang til å ha nasjonale regler om flaggeplikt for stemmerettsløse aksjer. Oslo Børs stiller seg positiv til at dagens ordning med flaggeplikt for andel av aksjekapital videreføres i norsk rett. Oslo Børs har generelle merknader om harmonisering og integrering av verdipapirmarkedene. Disse er gjengitt i punkt 3.1.3 ovenfor.

3.2.5 Departementets vurdering

Departementet slutter seg i hovedsak til utvalgets vurderinger og viser til lovforslaget §§ 4-2 og 4-3. Utvalgets forslag knytter seg til §§ 4-3 og 4-4, men det har siden skjedd en omnummerering i lovkapitlet.

Enkelte høringsinstanser bemerker at de utvidede reglene fremstår som kompliserte, og at den utvidede flaggeplikten er lite nyttig for markedet. Departementet viser til, som flere av høringsinstansene også medgir, at de utvidede flaggereglerne i liten grad beror på nasjonale valg, men er gjenstand for fullharmonisering. Departementet viser også til utvalgets utredning for bakgrunnen for reglene. På ett punkt er det nasjonale valg, jf. nedenfor om aksjekapital og stemmerettigheter, og hvor utnyttelse av dette nasjonale valget gjør reglene noe mer kompliserte. Departementet mener imidlertid at utnyttelse av muligheten for nasjonale valg på dette punktet er den beste løsningen, og det vises til drøftelsen nedenfor.

På samme måte som utvalget anser departementet det som hensiktsmessig med en lovstruktur som ligger tettere opp mot direktivets struktur, og foreslår at reglene om flaggeplikt for rettigheter mv. til aksjer flyttes til en egen bestemmelse. Departementet slutter seg i hovedsak til utvalgets forslag til utforming av bestemmelser for å gjennomføre ny artikkel 13 nr. 1 og 13a nr. 2 i rapporteringsdirektivet.

Departementet anser det som hensiktsmessig å gjennomføre bestemmelsen i ny artikkel 13 nr. 1b eksplisitt i verdipapirhandelloven. Dette vil etter departementets syn sikre en mer direktiv-

nær gjennomføring og lette tilgjengeligheten i regelverket. Departementet viser til forslaget § 4-3 annet ledd. Departementet viser for øvrig til at ESMA har publisert en indikativ liste, som vist til i ny artikkel 13 nr.1 b annet ledd.

Departementet er enig med utvalget i at flaggeplikten etter § 4-2 (utvalgets forslag § 4-3) også bør knytte seg til andel av aksjekapital, og at den nasjonale valgmuligheten benyttes. Departementet er enig med utvalget i at bevegelser i eierskapet til aksjer uten stemmerett og aksjer med ulik stemmevekt, med de rettigheter som er knyttet til disse, kan være av stor interesse for markedet, for eksempel i en oppkjøpssituasjon. Det vil etter departementets forståelse av utredningen være snakk om et lite mindretall av selskaper der flaggeplikten for stemmer og aksjekapital skiller seg fra hverandre, og hvor de flaggepliktige må forholde seg til et mer omfattende regime. Sett opp mot betydningen av at det gis slik informasjon i markedet, er det departementets vurdering at flaggeplikt for andel aksjekapital bør videreføres i norsk rett. Departementet forstår det også slik at flaggeplikt knyttes til stemmer og antall aksjer/aksjekapital i Sverige, Danmark og Finland.

Departementet er enig med utvalget i at flaggeplikten knyttet til aksjekapital begrenses til situasjonen i § 4-2 (utvalgets forslag § 4-3), og at bestemmelsen om flagging av rettigheter mv. i § 4-3 (utvalgets forslag § 4-4) knyttes til aksjer med stemmerettigheter som underliggende.

Departementet legger til grunn at Finanstilsynet ved behov kan gi veiledning om vilkårene i § 4-3, herunder problemstillingen Advokatforeningen har tatt opp om ansatteopsjoner hvor utsteder har valgfrihet med hensyn til om innfrielsen skal skje ved kjøp av allerede utstedte aksjer i markedet. Reglene om primærinnsideres meldeplikt er for øvrig vesentlig endret etter Advokatforeningens uttalelse ved gjennomføring av markedsmisbruksforordningen i norsk rett.

3.3 Lån av finansielle instrumenter

3.3.1 Gjeldende rett

Utvalget beskriver gjeldende rett slik i utredningen punkt 4.4.1 (i gjeldende verdipapirhandellov er bestemmelsen i § 4-2 tredje ledd):

«Det følger av vphl. § 4-3 tredje ledd at *innlån* og *tilbakelevering* av aksjer skal flagges. I utgangspunktet vil et utlån ikke være en flaggepliktig avhendelse, men det må vurderes kon-

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

3.3.2 EØS-rett

Utvalget beskriver EØS-retten slik i utredningen punkt 4.4.2:

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

3.3.3 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår at vphl. § 4-3 tredje ledd (nå § 4-2 tredje ledd) endres for å sikre en riktig og harmonisert gjennomføring av direktivet slik det er fortolket av ESMA. Utvalget foreslår å ta inn en bestemmelse om flaggeplikt for både utlåner og låntaker. Utlån av aksjer vil være å anse som flaggepliktig avhendelse, og innlån som et erverv, som skal flagges etter hovedregelen i utkastet til § 4-3 første ledd. Såkalte «repurchase agreements» (salgs- og gjenkjøpsavtale) og «right of recall» (tilbakekjøpsrett) vil etter forslaget være flaggepliktige rettigheter etter utvalgets utkast til vphl. § 4-4 første ledd bokstav a (§ 4-3 første ledd nr. 1 i lovforslaget her).

3.3.4 Høringsinstansenes merknader

NHO støtter utvalgets forslag til endringer i reglene om lån av finansielle instrumenter.

3.3.5 Departementets vurderinger

Departementet slutter seg til utvalgets vurdering og forslag til endring i verdipapirhandelloven. Etter omnummerering er den aktuelle bestemmelse for endring inntatt i § 4-2. Departementet viser til forslaget i § 4-2 tredje ledd.

3.4 Beregning av flaggebeholdning

3.4.1 Beregningsmetode for finansielle instrumenter med finansielt oppgjør

3.4.1.1 Gjeldende rett

Gjeldende rett har ingen regler om deltajusteringer ved handel i rettigheter til aksjer, slik man finner i shortsalgregelverket.

3.4.1.2 EØS-rett

Utvalget beskriver EØS-retten slik i utredningen punkt 4.5.1.2:

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

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

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

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

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

Innehaveren skal legge sammen og melde alle innehavene av finansielle instrumenter som er knyttet til aksjer utstedt av samme underliggende utsteder. Når det gjelder instrumenter med finansielt oppgjør, skal

imidlertid bare lange posisjoner tas i betraktning ved beregning av stemmeretter. Lange posisjoner skal derfor ikke avregnes mot korte posisjoner knyttet til samme underliggende utsteder.»

3.4.1.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget viser til at det kreves fullharmonisering av artikkel 13 i direktivet, og at bestemmelsen må gjennomføres i norsk rett. Utvalget foreslår en bestemmelse i vphl. § 4-4 som regulerer beregningen av antall stemmeretter der det finansielle instrumentet er knyttet til rettigheter til aksjer, og at bestemmelsen omfatter beregning både ved finansielt og fysisk oppgjør.

Utvalget viser til at lange posisjoner ikke skal avregnes mot korte posisjoner, men at begrepene ikke er definert i direktivet. Utvalget legger til grunn at en med lange posisjoner sikter til posisjoner som øker i verdi dersom underliggende verdi øker, eller som synker i verdi dersom underliggende verdi synker. Tilsvarende er korte posisjoner de som øker i verdi dersom underliggende verdi synker, eller synker i verdi dersom underliggende verdi øker. Utvalget bemerker videre at ettersom siste sluttkurs skal benyttes ved deltajusteringen, så vil intradag volatilitet ikke få betydning for flaggeplikten.

Utvalget foreslår videre en forskriftshjemmel i § 4-4 fjerde ledd for å gjennomføre kommisjonsforordning 2015/761/EU ved inkorporasjon.

3.4.1.4 Høringsinstansenes merknader

Flere høringsinstanser har bemerket at det er snakk om kompliserte beregningsregler. Dette er særlig fremhevet under spørsmålet om flaggefrist, jf. punkt 3.8 nedenfor, som et hensyn som begrunner overgangsregler/innretningsstid, og som et hensyn i vurderingen av sanksjonsregler.

Advokatforeningen bemerker at det er nødvendig at det gis tilstrekkelig veiledning i forskrifts- eller rundskrivs form om hvordan beregning med grunnlag i deltaverdi skal foretas. Advokatforeningen påpeker videre at forslaget reiser spørsmål knyttet til hvilken sluttkurs som skal benyttes der utsteder er notert på flere regulerte markedsplasser. Advokatforeningen mener det er hensiktsmessig at det inntas en særskilt henvisning til hvilken markedsplass sluttkursen skal beregnes på grunnlag av, herunder om det skal knyttes til regulert markedsplass i utstederens hjemstat.

3.4.1.5 Departementets vurderinger

Departementet slutter seg til utvalgets forslag til gjennomføring av artikkel 13 nr. 1a første ledd og bemerker at det på dette punkt er snakk om harmoniserte regler. Etter omnummerering i kapittelet er det naturlig å innta forslaget i § 4-3. Tolkningsspørsmålet som Advokatforeningen tar opp, knytter seg til kommisjonsforordning 2015/761/EU. Forordninger skal gjennomføres som de er og sikre ensartede regler i EØS, og departementet ser ikke rom her for å gi utdypende regler i lov. Departementet legger til grunn at Finanstilsynet ved behov kan gi veiledning om beregningsmetoden. Departementet slutter seg til utvalgets forslag om en forskriftshjemmel for å gjennomføre kommisjonsforordning 2015/761/EU ved inkorporasjon.

3.4.2 Instrumenter knyttet til indekser

3.4.2.1 Gjeldende rett

Det foreligger ingen regler om beregningsmetode for finansielle instrumenter knyttet til en kurv av aksjer eller en indeks i gjeldende regelverk om flagging.

3.4.2.2 EØS-rett

Utvalget beskriver EØS-retten slik i utredningen punkt 4.5.2.2:

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

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

‘(a) the voting rights in a specific issuer held through financial instruments referenced to the basket or index represent 1 % or more of the voting rights attached to shares of that issuer;

(b) the shares in the basket or index represent 20 % or more of the value of the securities in the basket or index.’

Alternativ a) innebærer at dersom den flaggepliktige har foretatt en investering i en kurv av finansielle instrumenter eller en indeks i så stort omfang at denne investeringen representerer 1 prosent eller mer av det totale antall stemmeretter som er utstedt av den relevante utsteder, skal de stemmeretter denne investeringen representerer tas med i beregningen av

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

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

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

3.4.2.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget viser til at bestemmelsen i kommisjonsforordningen artikkel 4 innebærer at finansielle instrumenter som er knyttet til en kurv av aksjer eller en indeks, kun skal regnes med i flaggepliktig beholdning dersom vekten av den aktuelle aksjen i kurven eller indeksen er høyere enn nærmere bestemte terskelverdier. Terskelverdiene er fastsatt ut fra en vurdering av behovet for informasjon om innehav opp mot den kompleksiteten flagging av samtlige innehav ville medført.

Utvalget foreslår at det tas inn en forskriftshjemmel i vphl. § 4-4 fjerde ledd slik at kommisjonsforordningen kan gjennomføres i verdipapirforskriften.

3.4.2.4 Høringsinstansenes merknader

Som det fremkommer i punkt 3.4.1.4 har flere høringsinstanser bemerket at beregningsreglene er kompliserte.

3.4.2.5 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om forskriftshjemmel for å gjennomføre kommisjonsforordning 2015/761/EU, som etter omnummerering hører hjemme i § 4-3, se forslag til femte ledd i verdipapirhandelloven § 4-3. Forordninger skal gjennomføres som de er. Departementet legger til grunn at Finanstilsynet ved behov kan gi nærmere veiledning.

3.4.3 Aggregering av ulike typer finansielle instrumenter

3.4.3.1 Gjeldende rett

Utvalget beskriver gjeldende rett slik (i gjeldende verdipapirhandellov er bestemmelsen i § 4-2):

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

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

3.4.3.2 EØS-rett

Utvalget beskriver EØS-retten slik i punkt 4.5.3.2:

«I ny artikkel 13a nr. 1, første ledd i direktivet innføres det en ny bestemmelse om aggregering som innebærer at antall stemmeretter ved å inneha aksjer etter direktivets artikkel 9 og 10 skal legges sammen med antall stemmeret-

ter ved å inneha finansielle instrumenter som er knyttet til aksjer og gir rett til fysisk eller finansielt oppgjør etter artikkel 13.»

3.4.3.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget viser til at direktivet krever fullharmonisering på dette punktet, og at bestemmelsen må gjennomføres i norsk rett. Utvalget foreslår at det innføres en bestemmelse i vphl. § 4-7 første ledd som innebærer at aksjer som innehas direkte etter utkastet § 4-3 første ledd og indirekte etter utkastet § 4-5 om konsolidering og fullmakter og innehav av andre flaggepliktige finansielle instrumenter etter § 4-4, skal aggregeres når en beregner den flaggepliktige beholdningen. Utvalget foreslår videre en forskriftshjemmel for departementet til å fastsette nærmere regler om aggregering.

3.4.3.4 Høringsinstansenes merknader

Det er ikke særskilte merknader til aggregeringsreglene, men generelt er det bemerket av flere at reglene er kompliserte.

3.4.3.5 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets vurdering og forslag. På bakgrunn av omnummereringer er det endringer i henvisninger. Departementet viser til forslaget til ny § 4-6.

3.5 Unntak fra flaggeplikten

3.5.1 Gjeldende rett

Utvalget beskriver gjeldende rett slik i utredningen punkt 4.6.1:

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

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

finansielle instrumentene ikke er ervervet for å påvirke forhold vedrørende utstederen.

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

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

3.5.2 EØS-rett

Utvalget beskriver EØS-retten slik i punkt 4.6.2:

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

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

en fullharmoniseringsbestemmelse, og det er ikke lenger er opp til medlemsstaten å fastsette slikt unntak.

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

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

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

I ny artikkel 9 nr. 6a i rapporteringsdirektivet er det tatt inn en bestemmelse om at artikkel 9 ikke får anvendelse på stemmeretter knyt-

et til aksjer som er ervervet for *stabiliseringsformål*:

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

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

3.5.3 Utvalgets vurderinger

Utvalgets vurderinger i punkt 4.6.3 hitsettes:

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

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

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

Utvalget foreslår at det i vphl. § 4-6 tredje ledd tas inn en forskriftshjemmel for departementet til å fastsette nærmere regler om unntak fra flaggeplikten etter vphl. §§ 4-3 og 4-4, herunder, gjennomføring av de tekniske regu-

leringsstandardene i kommisjonsforordningen artikkel 2 og 3 i verdipapirforskriften, og gjennomføring av kommisjonsforordningen artikkel 6 om at unntaket for handelsportefølje etter artikkel 9 nr. 6 får anvendelse på finansielle instrumenter som innehas som ledd i utførelse av kundeordrer eller sikring av disse. Bestemmelsene i kommisjonsforordningen art. 2 og 3 innebærer at en ved utregningen av 5 prosentterskelen i utkastet til § 4-6 første ledd bokstav b og c skal legge sammen beholdningen i henhold til utkastet §§ 4-3, 4-4 og 4-5. Der det dreier seg om konsern, skal beholdningene bli lagt sammen på konsernnivå i samsvar med prinsippet om konsolidering av foretak i konsern i utkastet § 4-5 annet ledd.

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

3.5.4 Høringsinstansenes merknader

NHO støtter lovutvalgets forslag om unntak fra flaggeplikten. For øvrig er det ikke gitt særskilte merknader til dette spørsmålet fra høringsinstansene.

3.5.5 Departementets vurdering

Departementet er enig med utvalget i at de sentrale unntaksreglene bør gjennomføres i verdipapirhandelloven. Departementet er enig i at unntakene må utvides til å omfatte flaggeplikten i utvalgets utkast til § 4-4, som er inntatt som forslag til § 4-3 i proposisjonen her, for å gjennomføre ny artikkel 13 nr. 4 første ledd.

Departementet slutter seg til endringene som følge av endret oppgjørssyklus, at unntak som ikke er så sentrale, fastsettes i forskrift og forslaget til forskriftshjemmel. Utvalgets formulering om «nærmere regler» i forskrift er endret til «regler» i forskrift for å unngå tvil om at forskriftshjemmelen kan omfatte tematisk forskjellige unntaksregler. Endelig slutter departementet seg til at ny artikkel 9 nr. 6a plasseres i verdipapirforskriften.

3.6 Meldingens innhold

3.6.1 Gjeldende rett

Utvalget beskriver gjeldende rett slik:

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

Ytterligere krav fremkommer av forskriftsbestemmelsen. I senere tid har det skjedd en omstrukturering, slik at forskriftshjemmelen for de aktuelle bestemmelsene nå fremkommer av § 4-2 syvende ledd.

3.6.2 EØS-rett

Utvalget beskriver EØS-retten slik i punkt 4.7.2:

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

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

3.6.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget viser til at direktivet krever fullharmonisering, og at bestemmelsene må gjennomføres i norsk rett og fremholder:

«Ettersom innholdskravene i gjeldende verdipapirforskrift § 4-1 om meldingens innhold er godt innarbeidet i norsk rett, foreslår utvalget å videreføre denne. Det foreslås imidlertid

enkelte utvidelser som følge av at det blir flere situasjoner som utløser flaggeplikt enn etter gjeldende rett og det forhold at endringene i rapporteringsdirektivet krever større grad av presiseringer i meldingen.

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

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

3.6.4 Høringsinstansenes merknader

NHO støtter lovutvalgets forslag om flaggemeldingens innhold. For øvrig er det ikke gitt særskilte merknader til dette spørsmålet fra høringsinstansene.

3.6.5 Departementets vurdering

Departementet er enig med utvalget i at innholdskravene fortsatt bør fastsettes i forskrift. Departementet foreslår en egen bestemmelse med forskriftshjemmel, angivelse av hvem som skal offentliggjøre meldingen, og språkkrav. Det vises til forslaget til § 4-8.

3.7 Konsolidering og fullmaktsforhold mv.

3.7.1 Gjeldende rett

Utvalget beskriver gjeldende rett slik i utredningens punkt 4.8.1 (i gjeldende verdipapirhandellov er bestemmelsen i § 4-2):

«Verdipapirhandelloven § 4-3 femte ledd fastsetter at nærståendes innehav av aksjer, rettigheter til aksjer og stemmerettigheter skal regnes likt med aksjeeiers egne når det gjelder flaggeplikten. Aksjeeierens innehav skal der-

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

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

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

3.7.2 EØS-rett

Utvalget beskriver EØS-retten slik i utredningens punkt 4.8.2:

«Rapporteringsdirektivet artikkel 10 gjør flaggeplikten etter artikkel 9 nr. 1 og 2 gjeldende ved utøvelse av stemmerettigheter til aksjer ved ulike fullmakts- og kontrollforhold. Flaggeplikten etter artikkel 10 utløses dersom en person har rett til å erverve, avhende eller utøve stemmerett i nærmere bestemte tilfeller. Enkelte av bestemmelsene er konsolideringsbestemmelser, mens andre pålegger personer

som ikke selv eier aksjer, og som ikke har noen form for tilknytning til aksjeeierne utover avtaleforholdet, flaggeplikt. Det gjøres ingen endringer i bestemmelsens ordlyd ved endringsdirektivet, men det stilles krav om fullharmonisering.

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

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

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

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

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

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

Aksjer med stemmeretter som den flaggepliktige har overført til tredjemann i tredje-

manns navn, er underlagt flaggeplikt for reell eier etter bokstav g.

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

3.7.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget bemerker innledningsvis at det er nødvendig å vurdere gjennomføringen av artikkel 10 i rapporteringsdirektivet, fordi endringsdirektivet stiller krav om fullharmonisering.

Utvalget viser til at konsolideringsreglene etter gjeldende rett gjelder både kapital og aksjer med stemmerett. For å tilpasse til direktivet vil den foreslåtte konsolideringsbestemmelsen knyttes til innehav av stemmeretter. Utvalgets vurdering er at regelverket vil bli uhensiktsmessig komplisert dersom kapital tas med i disse reglene. Det gjøres imidlertid ett unntak fra dette, ved at konsolidering etter ny vphl. § 4-5 annet ledd for kontrollerte foretak skal beregnes ut fra både stemmeretter og aksjekapital.

Utvalget redegjør for strukturen i gjeldende rett og foreslår å samle gjennomføringen av artikkel 10 i én bestemmelse i verdipapirhandelloven, og gjøre lovteksten mer lik direktivteksten. Utvalget viser til at dette vil bidra til å sikre en riktigere gjennomføring av bestemmelsen. Dette vil videre kunne gjøre eventuelle endringer i direktivet og utfyllende kommisjonsbestemmelser enklere å gjennomføre senere, samt øke overføringsverdien av tolkningsuttalelser og eventuelle retningslinjer fra ESMA.

Når det gjelder artikkel 10 bokstav a om forpliktende samarbeid, foreslår utvalget å fastsette egne bestemmelser for konsolidering for så vidt gjelder flagging, for å sikre riktig gjennomføring av direktivet. Dette i stedet for en henvisning til nærståendebestemmelsen i vphl. § 2-5. Flaggeplikten vil etter forslaget utløses både ved inngåelse og opphør av slike avtaler. Utvalget redegjør nærmere for forslaget i punkt 4.8.3.

Når det gjelder artikkel 10 bokstav b om avtale om overføring av stemmerettigheter mot vederlag, så forstår utvalget det slik at bestemmelsen pålegger flaggeplikt på låntaker, eller den som får stemmerettene overført til seg mot vederlag. Utvalget redegjør for stillingen til avtaler om lån av stemmerettigheter mot vederlag etter gjeldende rett. Utvalget foreslår en mer direktivnær gjennomføring enn etter gjeldende rett, altså at bestemmelsen utformes i tråd med artikkel 10

bokstav b, i stedet for å henvise til allmennaksjeloven § 4-2. Utvalget antar at avtaler etter allmennaksjeloven § 4-2 etter omstendighetene vil omfattes, selv om det ikke uttrykkelig fremkommer av lovteksten. Aggregeringsreglen som i dag fremkommer av § 4-3 annet ledd nr. 3, vil bli ivare tatt i den foreslåtte aggregeringsregelen i utkastet § 4-7 (utvalgets paragrafnummerering).

Artikkel 10 bokstav c gjelder stemmerettigheter knyttet til aksjer som er stilt som sikkerhet. Utvalget foreslår en mer direktivnær gjennomføring ved at dagens henvisning til avtaler etter lov om finansiell sikkerhet tas ut. Utvalget antar at avtaler etter lov om finansiell sikkerhetsstillelse vil være omfattet selv om henvisningen til loven tas ut. Forslaget er ikke ment å endre gjeldende rettstilstand på dette punktet, men å sørge for at også andre avtaler av denne typen i andre jurisdiksjoner omfattes, i tråd med direktivet.

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

Når det gjelder artikkel 10 bokstav e fremholder utvalget i punkt 4.8.3:

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

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

Utvalget viser til kravet om fullharmonisering som nevnt ovenfor. Dette betyr at de norske konsolideringsbestemmelsene om konsernforhold og personlig nærstående i vphl. § 2-5 ikke kan beholdes slik de står i dag. Tilsvarende som foreslått ovenfor om samarbeids-

avtaler, foreslår utvalget at henvisningen til § 2-5 tas ut for så vidt gjelder konsolidering av kontrollerte foretak og personlig nærstående. Konsolideringsbestemmelser som svarer til artikkel 10, bokstav e foreslås i stedet tatt inn i utkastet § 4-5 annet ledd. Definisjon av kontrollert foretak foreslås tatt inn i utkastet § 4-5 tredje ledd.»

Utvalget bemerker at dette kan medføre asymmetri i enkelte tilfeller pga. forskjellige konsolideringsregler for flagging og tilbudsplikt.

Utvalget bemerker videre i punkt 4.8.3 om konsolideringsbestemmelsen og forholdet mellom artikkel 9, 10 og 13 at:

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

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

visning til utkastet § 4-4 første ledd i utkastet til § 4-5 annet ledd.»

Når det gjelder artikkel 10 bokstav f om flaggeplikt for stemmeretter som er knyttet til aksjer som er deponert, viser utvalget til at dette neppe er særlig praktisk etter norske forhold, men at dette kan være aktuelt for utenlandske personer der utstederforetaket har Norge som hjemstat. Utvalget foreslår å gjennomføre tilsvarende regel i utkast til § 4-5 første ledd bokstav e.

Når det gjelder artikkel 10 bokstav g om flaggeplikt for stemmeretter som innehas av en tredjemann i eget navn, men på vegne av aksjeeier, så redegjør utvalget i punkt 4.8.3 for hvem som er flaggepliktige etter bestemmelsen, og sammenhengen mellom denne og andre bestemmelser i direktivet. Utvalget foreslår å flytte reglene fra verdipapirforskriften til verdipapirhandelloven og å bruke direktivets ordlyd for å sikre en riktig gjennomføring av bestemmelsen.

Når det gjelder artikkel 10 bokstav h om fullmaktsforhold, så foreslår utvalget å videreføre reguleringen gjennom utkastet § 4-5 første ledd bokstav g. Aggregeringsregelen vil fremkomme av § 4-7.

Utvalget foreslår endelig at det tas inn en forskriftshjemmel for departementet til å fastsette nærmere regler om flagging som følge av annen omstendighet, herunder konsolidering.

3.7.4 Høringsinstansenes merknader

NHO støtter lovutvalgets forslag om konsolidering. *Oslo Børs* er enig i utvalgets vurdering av at det er nødvendig å fastsette egne konsolideringsbestemmelser for flagging, herunder slik at henvisningen til definisjonen av nærstående i vphl. § 2-5 tas ut, av hensyn til riktig gjennomføring av direktivet.

3.7.5 Departementets vurdering

Departementet er enig med utvalget i at gjennomføringen av artikkel 10 må vurderes på nytt, på bakgrunn av at rapporteringsdirektivet, ved gjennomføring av endringsdirektivet, stiller krav om fullharmonisering. Departementet er videre enig i at det er hensiktsmessig med en form på gjennomføringen som er mer direktivnær, og at bestemmelser til gjennomføring av artikkel 10 samles i én bestemmelse. Departementet slutter seg til utvalgets vurdering av i hvilken grad reglene skal omfatte både andel av aksjekapital og stemmeretter.

Departementet viser til utvalgets vurderinger av de enkelte bestemmelser i artikkel 10 og slutter seg til forslaget til gjennomføring. Se lovforslaget § 4-4. Departementet bemerker at selv om bestemmelsene gir uttrykk for fullharmonisering, åpner de til dels for skjønnsmessige vurderinger. Departementet antar at Finanstilsynet ved behov kan gi veiledning. Departementet foreslår at forskriftshjemmelen også skal åpne for å fastsette regler som avviker fra bestemmelsen. Det vises til de særskilte merknadene i punkt 7 nedenfor.

3.8 Fremsettelse av melding – fristen for å flagge

3.8.1 Gjeldende rett

Utvalget beskriver gjeldende rett slik i utredningen punkt 4.9.1 (i gjeldende verdipapirhandellov er bestemmelsen i § 4-2):

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

Kravet til straks å sende flaggemelding vil i utgangspunktet si den tiden det tar å formulere og sende flaggemeldingen. Dersom meldetidspunktet faller utenfor åpningstiden for det regulerte markedets meldingssystem, er det imidlertid praktisert slik at det er tilstrekkelig at flaggemelding gis før markedsplassen åpner neste dag. Videre er kravet om at det skal flagges «straks» praktisert med stor grad av skjønn. Det tas for eksempel hensyn til at en konsolidert gruppes aksjeinnehav (typisk finanskonsern) kan ha behov for noe lengre tid på å beregne konsolidert posisjon før flaggemelding sendes. Det forutsettes at slike aktører har interne systemer og rutiner som sikrer oversikt over det totale aksjeinnehav i konser-

net som gjør at gruppen kan flagge raskt, men det stilles ikke krav om at det er etablert rutiner som sikrer fullstendig løpende oppdatering av en konsolidert gruppes aksjeinnehav. Det tas også hensyn til at det for konserner med selskap i ulike tidssoner kan være behov for noe mer tid for å beregne konsolidert posisjon, typisk at det må meldes innen børsåpning neste dag. Hvorvidt fristen for å fremsette flaggemelding er overtrådt beror i praksis på de konkrete forhold i en konsolidert gruppe.

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

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

3.8.2 EØS-rett

Utvalget beskriver EØS-retten slik i utredningen punkt 4.9.2:

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

‘Meldingen til utstederen skal gis straks, men senest innen fire handelsdager etter...’

Dette innebærer at bestemmelsen har fått endret ordlyd fra «snarest mulig, men senest innen fire handelsdager» til «straks, men senest innen fire handelsdager». Utover endringen av ordlyd fra «snarest mulig» til «straks», synes det kun å være språklige endringer. For ordens skyld nevnes at det i engelsk ny direktivtekst benyttes «promptly, but not later than four trading days», mot tidli-

gere «as soon as possible, but not later than four trading days». Resten av artikkel 12 nr. 2 lyder som tidligere:

‘...datoen da aksjeeieren, eller den fysiske personen eller rettssubjektet nevnt i artikkel 10,

a) får kjennskap til ervervet, avhendingen eller muligheten til å utøve stemmerett, eller ut fra omstendighetene burde ha fått kjennskap til dette, uavhengig av datoen da ervervet, avhendingen eller muligheten til å utøve stemmerett trer i kraft, eller

b) underrettes om hendelsen nevnt i artikkel 9 nr. 2.’

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

3.8.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget redegjør i punkt 4.9.3 for hvordan direktivet krever minimumsharmonisering, men ikke fullharmonisering på dette punkt, jf. fortalen punkt 12 i endringsdirektivet og ny artikkel 3 nr. 1a fjerde ledd punkt (ii) i direktivet.

Utvalget redegjør for endringen i ordlyden i direktivet, fra «as soon as possible» til «promptly» og forholdet til norsk rettstilstand og begrepsbruk. Utvalget legger til grunn at endringen i ordlyden i direktivet ikke krever endring i norsk rett, men utvalget har funnet det hensiktsmessig å vurdere om norsk rett fortsatt skal ha en strengere regel enn direktivet artikkel 12 krever. Utvalget redegjør for andre lands rett og at det bør utvises forsiktighet med å ha regler som innebærer konkurransemessig ulempe for selskaper som har finansielle instrumenter notert på norsk regulert marked. Utvalget redegjør også for at det ikke nødvendigvis er en konkurransemessig ulempe med kort flaggefrist, og det vises til hensynene som begrunner dette. Utvalget trekker paralleller til andre regelverk og oppgjørssyklusen for VPS-registrerte finansielle instrumenter. Endelig drøf-

ter utvalget argumenter mot kort flaggefrist, knyttet til kompliserte beregninger, spredt innehav og at overtredelser er belagt med sanksjoner. Utvalget fremholder:

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

I konklusjonen deler utvalget seg i et flertall og to mindretall. Flertallet foreslår at dagens frist om at flaggemelding skal gis «straks», opprettholdes. Det legges til grunn at fristen under enhver omstendighet vil oppfylle direktivets yttergrense på fire handelsdager.

Et mindretall foreslår at flaggefristen skal være «uten ugrunnet opphold, men senest innen fire handelsdager». Med formuleringen «uten ugrunnet opphold» mener mindretallet at dagens praktisering i større grad blir gjenspeilet, uten at det innebærer noen lemping av dagens regler. Dette mindretallet mener det ikke foreligger spesielle forhold ved det norske markedet som tilsier en yttergrense som avviker fra direktivets regel om fire handelsdager. Det vises til at de andre nordiske landene også i en eller annen variant har lagt opp til en maksimumsfrist. Mindretallet mener at ordlyden «uten ugrunnet opphold», på samme måte som «straks», også vil være i samsvar med direktivteksten, som er «promptly».

Et øvrig mindretall deler flertallets vurdering av at ordlyden «straks» bør videreføres, men foreslår at det i tillegg innføres en maksimumsfrist. Dette er ifølge dette mindretallet i tråd med systematikken i direktivet og systemet i andre stater det er naturlig å sammenligne med. På bakgrunn av oppgjørssyklusen i VPS, og risikoen for en asymmetrisk spredning av informasjon med kortere frist, foreslås at flaggefristen er «straks, men

senest innen åpning av regulert marked andre handelsdag».

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

3.8.4 Høringsmerknader

Finans Norge, Verdipapirfondenes forening – næringspolitikk og Verdipapirforetakenes Forbund (VPFF) støtter det mindretallet som foreslår at flagging skal skje «uten ugrunnet opphold, men senest innen fire handelsdager», med i hovedsak samme begrunnelse.

Finans Norge fremholder at formuleringen passer best med EU-direktivet, og at det ikke ser gode grunner for at man skal ha strengere regler i Norge enn andre land på dette området, herunder Sverige. Finans Norge viser til at handel i økende grad også skjer på andre utenlandske markedsplasser og at det er tiltakende vanskelig og inkonsistent å operere med særnorske regler. Det er særlig viktig med EU-harmoniserte frister etter som utenlandske investorer står for mesteparten av handelen som skjer på norsk handelsplass. Finans Norge fremholder at forslaget støttes av praktiske forhold, og at bestemmelsene er kompliserte og med strenge sanksjoner. Komplikasjonene utdypes i høringsnotatet. Det fremholdes at det heller ikke er heldig om det flagges på feil premisser, og at mindretallets forslag tar høyde for det som er realiteten – at det ikke alltid kan flagges straks. Etter Finans Norges vurdering balanserer mindretallets løsning aktørenes behov med markedets behov.

Verdipapirfondenes forening – næringspolitikk fremholder at mindretallets forslag i større grad gjenspeiler gjeldende praktisering av fristkravet uten at det innebærer en lemping. Det fremholdes at det vil skape bedre forutberegnelighet, noe som er viktig for å gjøre det norske verdipapirmarkedet attraktivt for utenlandske investorer. Samtidig vil et slikt krav i større grad gjenspeile det forhold at det fremover må utføres mer sammensatte og kompliserte flaggeberegninger etter innføring av kravene etter endringsdirektivet. Komplikasjonene utdypes i høringsvaret. VFFN støtter mindretallets begrunnelse for at fristen for flagging bør settes til «senest innen fire handelsdager», nemlig at hovedregelen i direktivet bør følges da det ikke foreligger spesielle forhold ved det norske markedet som tilsier en avvikende regel, og at de andre nordiske landene også i en eller annen variant har lagt opp til en maksimumsfrist. VFFN fremhever at økt administrativ byrde

for aktører som gjør investeringer i ulike land, kan medføre en konkurransemessig ulempe for utstedere med Norge som hjemstat, faren for feil, og at de strenge sanksjonsreglene taler mot bestemmelser som åpner for skjønn hos Finanstilsynet. VFFNs oppfatning, som utdypes i høringsvaret, er at flertallets forslag om å innføre strengere regler enn direktivteksten, ikke er godt nok begrunnet.

VPFF fremholder at avvik fra direktivteksten bør ha en sterk begrunnelse, særlig fordi utenlandske investorer er aktive i det norske markedet. Det kan ikke forventes at disse vet at «straks» praktiseres med skjønn, herunder at de vil være kjent med uttalelser i forarbeidene – som ventelig ikke oversettes til engelsk. VPFF påpeker at dagens praktisering synes å ligge nært opp til direktivets formulering, og at skjønn bør kodifiseres ved å lovfeste direktivets yttergrense av hensyn til pliktsubjektene, særlig de utenlandske investorene. Ellers kan det være grunn til å frykte at utenlandske investorer vil vegre seg for deltakelse i det norske markedet. Etter VPFFs syn vil mindretallets forslag ikke innebære noen nevneverdig endring av gjeldende rett.

NHO støtter også forslaget som er nevnt over og fremholder at formuleringen i større grad gjenspeiler dagens praksis, hvor det utvises noe skjønn, og det vil være mest i samsvar med direktivets løsning. NHO kan ikke se at flertallets forslag og begrunnelser er tilstrekkelig til å fravike den mest direktivnære løsningen.

NFF fremholder at det er utarbeidet kompliserte beregningsregler etter nytt regelverk, og at flaggeplikt kan inntre utelukkende som følge av kurssvingninger, hvilket gjør det vanskeligere å flagge «straks», selv om dette praktiseres med fleksibilitet. NFF har ikke sterke synspunkter på ordlyden, så fremt dagens fleksible praksis videreføres. NFF mener «uten ugrunnet opphold» bedre reflekterer dagens praksis og er mer forståelig for dem som skal forholde seg til loven. Videre støtter NFF en maksimumsfrist på fire handelsdager for de tilfeller hvor det må foretas kompliserte beregninger.

Franklin Resources, Inc. og *ICI Global* støtter ovennevnte frist med hovedsakelig samme begrunnelse. Begge høringsinstansene fremholder at flaggefristen bør fremkomme av lovteksten, og ikke av forskrift. Angående fristen gjør begge høringsinstansene gjeldende at endringene i direktivet er marginale, med unntak for at den absolutte firedagersfristen starter å løpe på et gitt tidspunkt, i stedet for dagen etter det gitte tidspunktet. Begge høringsinstansene gjør gjeldende

at de norske reglene er mye strengere enn det direktivet krever, og det som er gjeldende rett i de fleste andre EU-land. De viser til at dagens frist praktiseres med noe skjønn, men har blitt tolket strengt av Finanstilsynet. De fremholder at skjønnsmessige rammer i seg selv reiser spørsmål opp mot rettssikkerhet og konsistens, og viser i den sammenheng til at brudd på flaggeplikten er sanksjonsbelagt. De viser til at det har blitt praktisert en yttergrense på to dager i visse tilfeller, og at dette viser at fristen kan utvides uten at markedene blir skadelidende.

Franklin Resources, Inc. og *ICI Global* viser videre til utfordringene som kapitalforvaltere utenfor Norge har: tidsforskjell, aggregering/konsolidering på tvers av tidssoner, og ytterligere kompleksitet knyttet til flagging av derivatposisjoner. Kapitalforvaltere har til dels utfordringer med å overholde fristen på grunn av tidsforskjellen alene. Det vises til hvordan posisjoner i praksis aggregeres, og *ICI Global* viser til at det tidligste tidspunktet for flagging med et slikt system vil være T+1, og etter markedet har stengt i Norge dersom aktøren er lokalisert på vestkysten av USA. *Franklin Resources, Inc.* har ikke kjennskap til andre internasjonale kapitalforvaltere av samme størrelse som har systemer som tilbyr en større grad av «realtime» aggregering. *ICI Global* viser til at enkelte forvaltere har etablert spesielle, manuelle, prosedyrer kun på bakgrunn av den norske flaggefristen, men at dette fører til økte kostnader og byrder. Begge høringsinstansene har lagt ved en oversikt over flaggefristen i ulike EU-land og fremholder at det bare er Norge og Danmark som krever flagging «straks». Disse strengere reglene vil gjøre Norge til et mindre attraktivt marked, særlig sett i lys av de strenge sanksjonene som gjelder. For så vidt gjelder sanksjoner viser instansene til at det ikke bare er et spørsmål om botens størrelse, men også andre konsekvenser med hensyn til tillatelser, klientforhold og rykte.

Advokatforeningen fremhever at kravet om flagging «straks» i praksis medfører utfordringer for større institusjonelle investorer som handler i flere jurisdiksjoner, og at dette vil forsterkes ved innføring av flaggeplikt for finansielle derivater. Advokatforeningen mener det bør angis en maksimumsfrist, og at dette vil gi større grad av forutberegnelighet og tilstrekkelig tid til å beregne posisjoner, samt at informasjonen blir presis. For å sikre jevn informasjonstilgang bør maksimumsfristen være T+2.

Folketrygdfondet, *Finanstilsynet* og *Økokrim* støtter en videreføring av dagens fristbestem-

melse «straks». *Finanstilsynet* bemerker at informasjon om eierskap er av stor interesse for markedet, og bør spres raskest mulig. Det vises til at kriteriet har eksistert i norsk rett i lengre tid, og praktiseres med stor grad av skjønn.

Folketrygdfondet støtter videreføringen av kravet om flagging «straks», forutsatt at den praktiseres med stor grad av fornuft og skjønn tilpasset de konkrete omstendigheter. Det vises til at beregningsreglene er komplekse, og at flaggeplikt kan inntre kun ved endringer i kursen, uten at det er gjennomført handler. *Folketrygdfondet* fremholder at ettersom informasjon om derivatposisjoner sjelden er viktig informasjon for markedet, bør eventuelle sanksjoner reflektere at reglene er komplekse og informasjonsverdien begrenset.

Økokrim viser til flertallets begrunnelse og mener at mindretallets forslag har svakheter, da det skaper tvil om fristen for melding er straks/uten ugrunnet opphold eller to/fire dager. Endelig viser *Økokrim* til at utsatt frist leder til større grad av informasjonsasymmetri og innsideinformasjon i markedet, herunder at markedsmissbrukspotensialet vil øke. *Økokrim* fremhever at dette er forhold som i seg selv er egnet til å svekke tilliten til markedet og som bør tas hensyn til når enhver utsettelse vurderes.

Oslo Børs støtter det øvrige mindretallets forslag om at flaggefristen er «straks, men senest innen åpning av regulert marked andre handelsdag» etter at flaggegrensen passerer. *Oslo Børs* viser til at flaggefristen ikke bør være lengre enn oppgjørssyklusen i VPS (T + 2) og støtter derfor en strengere maksimumsfrist enn det direktivet inneholder. En slik løsning vil forhindre informasjonsulikheter i markedet ved at man kan finne ut om en persons aksjeinnhav gjennom innsyn i aksjonærregisteret før transaksjonen flagges.

3.8.5 Departementets vurdering

Fristbestemmelsen etter endringsdirektivet reiser flere tolkningsspørsmål og åpner også for nasjonale valg. For det første oppstår det tolkningsspørsmål på bakgrunn av den todelte fristen «straks, men senest innen fire handelsdager etter». Formuleringen gir opphav til spørsmål om fristen er fire handelsdager, og «straks» en ikke-bindende oppfordring, eller om «straks» er en rettslig bindende frist, og fire dager en absolutt yttergrense. En ytterligere tolkningsmulighet er at straks-fristen i direktivet er tenkt operasjonalisert gjennom tidsangivelsen på fire dager. Det vil uansett være anledning til å oppstille strengere regler på dette punktet, men siden direktivet kre-

ver minimumsharmonisering, er tolkningsspørsmålet av betydning for hvor *lempelige* regler som kan oppstilles. I forlengelsen av dette gir ulike oversettelser av endringsdirektivet opphav til spørsmål om eksakt hva som ligger i begrepet, som i den norske oversettelsen er angitt til «straks», se nærmere nedenfor.

Departementet mener det vil være mest i samsvar med de hensyn som begrunner flaggeplikten at det opereres med en rettslig bindende fristregel som suppleres av en absolutt yttergrense. Som det fremkommer nedenfor, mener departementet at den norske flaggefristen bør være streng, og dette ivaretas av en fristregel som suppleres av en yttergrense. Det er da ikke nødvendig for departementet å ta stilling til om direktivet åpner for en tilnærming hvor man for eksempel bare legger seg på yttergrensen, eller hvor «straks» kun anses som en oppfordring.

Når det gjelder innholdet i begrepet som i norsk oversettelse er angitt til «straks», så bemerker departementet at ulike språkversjoner synes å gi anvisning på noe forskjellige vurderingstema. Den svenske oversettelsen bruker «så snart som möjligt», mens den danske oversettelsen bruker «omgående». Den engelske bruker «promptly», den franske «rapidement» og den tyske «unverzüglich». Det synes å ligge noe ulike nyanter i disse forskjellige oversettelsene. Ut fra utvalgets beskrivelse i punkt 4.9.3 av hvordan direktivet er gjennomført i andre land, og det faktum at flagging kan knytte seg til ulike typetilfeller med ulik kompleksgrad, legger departementet til grunn at formuleringen i direktivet i alle fall ikke er ment å utelukke en regel som åpner for noe skjønn basert på de konkrete omstendighetene.

Slik utvalget og flere høringsinstanser fremholder, så bør det utvises forsiktighet med å ha regler som innebærer en konkurransemessig ulempe for selskaper som har finansielle instrumenter notert på norsk regulert marked. Departementet er imidlertid, som utvalget, av den oppfatning at det ikke er åpenbart at en kort flaggefrist er en ulempe for nevnte utstedere. Departementet viser til utvalgets fremheving av at informasjon om eierskap er av stor interesse for markedet og i utgangspunktet bør spres så raskt som mulig, at investorer ikke bør kunne bygge opp større eierposter uten at det blir offentlig kjent i markedet, særlig i oppkjøpssituasjoner, at lik tilgang på informasjon i markedet er sentralt, og at kort flaggefrist kan redusere mulighetene for ryktespredning.

Videre viser departementet til utvalgets beskrivelse av oppgjørssyklusen og forholdet til

meldepliktreglene for primærinnsidere etter markedsmisbruksforordningen. For å unngå informasjonsasymmetri, bør det etter departementets vurdering sees hen til begge forholdene.

Som utvalget skriver, så er det også argumenter mot en kort flaggefrist. Investorer kan ha spredt innehav av finansielle instrumenter, gjerne fordelt på flere regulerte markeder, og fordelt på datterselskap og filialer. Utvidelsen av flaggeplikten med beregningsreglene som hører med, gjør det ytterligere komplisert å holde oversikt over og beregne flaggepliktig beholdning. I tillegg kommer at overtredelse er belagt med sanksjoner. Departementet viser til høringssvarene for utdypning av utfordringer for aktører og betydningen av sanksjoner.

Departementet viser til beskrivelsen av gjeldende rett i punkt 3.8.1. Utvalget synes samstemt i at den fleksible praktiseringen som finner sted i dag, er hensiktsmessig. Videre at en ved praktiseringen etter endringsdirektivet må hensynta at beregningen kan blir mer komplisert. Uenigheten mellom fraksjonene synes i det vesentlige å knytte seg til hva slags formulering som best vil gjenspeile den noe fleksible praksisen, også i lys av endringer i direktivet som kompliserer beregningene, og hvorvidt det i tillegg skal opereres med en maksimumsfrist og med hvilken lengde.

Departementet er enig i at dagens rettstilstand som utgangspunkt bør videreføres, samtidig som det også bør tas høyde for at endringene i direktivet medfører til dels mer kompliserte beregninger. Etter departementets syn gir en regel som knytter seg an til begrepet «straks» best uttrykk for at det i utgangspunktet er en svært streng tidsfrist. Som det fremkommer nedenfor, mener departementet at det også bør inntas en maksimumsfrist. Etter departementets vurdering vil dette også gi en indikasjon i ordlyden på at «straks» i denne konteksten er ment som et begrep med en viss fleksibilitet.

Departementet viser til høringsuttalelsene som fremhever at en skjønnsmessig praktisering i utgangspunktet er problematisk av hensyn til forutberegnelighet og konsistens, også sett hen til at overtredelse er sanksjonsbelagt. Departementet viser til at dersom man skulle satt en konkret frist på timer eller dager, så vil denne fristen fort bli for lang med tanke på kurante tilfeller eller for kort med tanke på kompliserte forhold. Typetilfellene som kan oppstå er mangefasetterte, og en detaljregulering av fristen i lovs form er derfor vanskelig. Departementet mener derfor den beste løsningen er en fristregel som i utgangspunktet er streng og knytter seg an til den tid det tar å formulere og sende en flaggemelding, men som samtidig åpner for et skjønn basert på konkrete forhold som tidsforskjell, konsolidering mv. Det vil være naturlig at Finanstilsynet i veiledning redegjør for sentrale typetilfeller og hvordan disse forholder seg til fristbestemmelsen.

Som det fremkommer over, foreslår departementet i tillegg en maksimumsfrist. Departementet er enig med det øvrige mindretall i at oppgjørssyklusen, og hensynet til å unngå informasjonsasymmetri, tilsier at den absolutte fristen bør settes til åpning av andre handelsdag etter transaksjonen ($T + 2$) og viser til redegjørelsen til det øvrige mindretallet. Departementet foreslår dermed en fristregel i tråd med det øvrige mindretallets forslag, at flagging skal skje «straks, men senest innen åpning av regulert marked andre handelsdag».

Departementet foreslår videre en forskriftshjemmel til å gi nærmere bestemmelser om fristen for melding, herunder en hjemmel til å fravike lovens bestemmelser. Hjemmelen kan for eksempel benyttes dersom det viser seg nødvendig med større grad av detaljregulering av fristen, eller dersom det viser seg nødvendig å gi særskilte fristregler for enkelte særlige typetilfeller som avviker fra lovreglene.

4 Forvaltningsmessige tiltak og sanksjoner

4.1 Innledning

Flere nye EØS-rettsakter på finansområdet gir mer eller mindre sammenfallende regler om administrative tiltak og sanksjoner som skal gjennomføres i nasjonalt regelverk. Verdipapirlovutvalget har fremmet forslag til gjennomføring av slike regler i MiFID II, MAR, rapporteringsdirektivet og prospektforordningen. På bakgrunn av utvalgets forslag ble det i Prop. 96 LS (2018–2019) foretatt en helhetlig revisjon av bestemmelsene om administrative tiltak og sanksjoner i verdipapirhandelloven. I proposisjonen ble utvalgets forslag til regler om tilsyn og sanksjoner i NOU 2016: 2 delvis fulgt opp, jf. blant annet beskrivelse i proposisjonens del 2.3. Departementet følger i denne proposisjonen opp punktet i NOU 2016: 2 om suspensjon av stemmeretter og punktet om endringer av bestemmelsene som skal være belagt med overtredelsesgebyr. Øvrige forslag til administrative tiltak og sanksjoner i NOU 2016: 2 er etter departementets vurdering tilstrekkelig dekket i Prop. 96 LS (2018–2019).

I Prop. 96 LS (2018–2019) kapittel 7.5.6.1 legges det til grunn at bestemmelsene om administrative tiltak og sanksjoner i en rekke direktiver og forordninger på verdipapiriområdet er EØS-relevante, men uten at oppregningen av relevante rettsakter nevner rapporteringsdirektivet. Departementet påpeker for ordens skyld at spørsmålet ikke står i noen annen stilling for rapporteringsdirektivet enn for rettsaktene som nevnes i Prop. 96 LS (2018–2019).

Departementet påpeker også når det gjelder foretakssanksjon og skyldkrav, at det på bakgrunn av Høyesteretts dom 15. april 2021 (HR-2021-797-A) har oppstått spørsmål om muligheten til å opprettholde bestemmelser om foretakssanksjon på objektivt grunnlag. Det vises til departementets brev til Stortinget i forbindelse med behandlingen av Prop. 155 LS (2020–2021), vedlagt Innst. 554 L (2020–2021). Departementet foreslår ikke lovendringer på dette punktet nå, idet departementet avventer oppfølgingen av advokat Høiviks utredning, som vist til i brevet.

4.2 Gjeldende rett

4.2.1 Overtredelser som er belagt med overtredelsesgebyr

Reglene om overtredelsesgebyr for brudd på regler om flagging og periodisk rapportering mv. er fastsatt i verdipapirhandelloven § 21-3. Finanstilsynet kan ilegge overtredelsesgebyr ved overtredelse av § 4-2 om flagging og forskrifter gitt til utfylling av denne bestemmelsen. Videre kan Finanstilsynet ilegge foretak som nevnt i § 19-1 annet ledd overtredelsesgebyr dersom foretakets finansielle rapportering eller rapportering om betaling til myndigheter ikke er i samsvar med lov eller forskrift. Klage over slikt vedtak følger reglene i § 19-12.

4.2.2 Suspensjon av stemmerettigheter

Verdipapirhandelloven har ikke regler om suspensjon av stemmeretter ved overtredelse av regelverket.

4.3 EØS-rett

4.3.1 Innledning

Rapporteringsdirektivet kapittel VI A gir regler om administrative tiltak og sanksjoner. Artikkel 28 fastsetter at medlemsstatene, uten at det berører tilsynsvirkemidler og retten til å innføre strafferettslige sanksjoner, skal innføre regler om tiltak og sanksjoner for overtredelse av nasjonale bestemmelser som gjennomfører bestemmelser i direktivet. Det er anledning til å gi regler om flere administrative tiltak og sanksjoner eller å sanksjonere flere overtredelser enn det som er angitt som minimum i direktivet, se innledningen til bestemmelsene i artikkel 28 a og b.

I likhet med de øvrige EØS-rettsaktene skiller ikke rapporteringsdirektivet klart mellom *administrative sanksjoner* og *andre forvaltningstiltak* ved lovbrudd. De fleste EØS-regelverkene angir reaksjonene samlet, som minimumsreaksjoner nasjonale tilsynsmyndigheter skal ha til rådighet

ved overtredelser av regelverket. EØS-reglene legger på denne måten opp til at nasjonale regler utformes i tråd med nasjonal rettstradisjon. Bakgrunnen for dette er blant annet at forvaltningsretten og annen offentligrettslig lovgivning i EØS-statene ikke er harmonisert.

4.3.2 Hvilke overtredelser skal belegges med overtredelsesgebyr

Etter rapporteringsdirektivet artikkel 28a skal tilsynsmyndigheten minst kunne ilegge administrative tiltak og sanksjoner, herunder overtredelsesgebyr, ved brudd på følgende bestemmelser i direktivet:

- «a) Utsteder har ikke, innen den fastsatte fristen, offentliggjort opplysningene som kreves i henhold til nasjonale bestemmelser vedtatt for innarbeiding av artikkel 4, 5, 6, 14 og 16.
- b) Den fysiske eller juridiske person har ikke, innen den fastsatte fristen, meldt fra om erverv eller avhendelse av en betydelig eierandel i samsvar med nasjonale bestemmelser vedtatt for innarbeiding av artikkel 9, 10, 12, 13 og 13a.»

Det vil si at reglene om administrative tiltak og sanksjoner må omfatte brudd på nasjonale bestemmelser som gjennomfører rapporteringsdirektivets regler om årsrapport, halvårsrapport, land-for-land-rapportering, flagging og endringer i aksjekapital, lånerettigheter mv.

4.3.3 Suspensjon av stemmerettigheter

Etter rapporteringsdirektivet artikkel 28b nr. 2 skal medlemsstatene sørge for at det innføres regler i nasjonal rett som gir mulighet for å suspendere stemmerettighetene til aksjer ved overtredelse av reglene i artikkel 28a bokstav b, det vil si reglene om flagging. Medlemsstaten kan velge å gjøre reglene gjeldende bare for alvorlige overtredelser.

4.4 Utvalgets vurderinger

4.4.1 Hvilke overtredelser bør belegges med overtredelsesgebyr

Utvalget drøfter i punkt 7.3.4.6 hvilke overtredelser som skal kunne sanksjoneres med overtredelsesgebyr. Enkelte av bestemmelsene er omnummerert etter utredningen ble fremlagt. Utvalget

bemerket at direktivet oppstiller minimumskrav og fremholder:

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

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

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

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

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

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

4.4.2 Suspensjon av stemmerettigheter

Utvalget fremholder i punkt 7.3.3:

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

Utvalget bemerker videre at direktivet kun krever at det skal utformes regler, og at vilkår og fremgangsmåte overlates til nasjonale myndigheter. Utvalget legger til grunn at formålet med en slik bestemmelse primært vil være å beskytte andre markedsaktører i en situasjon hvor regelverket er overtrådt, samt å bringe handlingen til opphør, og ikke å sanksjonere overtredelsen.

Utvalget fremholder videre:

«En grunnleggende forutsetning ved gjennomføring av sanksjonsreglene i rapporteringsdirektivet er at reaksjonene skal være effektive, proporsjonale og preventive. Et midlertidig forbud mot å utøve stemmeretter til aksjer er en meget inngripende reaksjon, idet aksjeeieren fratas en sentral side ved den eierposisjonen han har i medhold av selskapsretten. Utvalget legger til grunn at suspensjon av stemmeretter kun bør tillates ved alvorlige overtredelser av regelverket. Utvalget legger videre til grunn at suspensjon kun skal omfatte stemmerettene til aksjer over terskelen den manglende eller mangelfulle flaggemeldingen gjelder. En suspensjon av stemmeretter knyttet til aksjeeiers samlede beholdning av aksjer vil etter utvalgets syn være unødig inngripende og gå ut over formålet bestemmelsen skal ivareta.

Utvalget legger videre til grunn at momentet i vurderingen av om suspensjon av rettene skal besluttes, er om tiltaket er nødvendig for å

hindre at tredjepart lider tap eller skade eller at overtredelsen medfører fare for skade, eller forstyrrelser i markedet, og ikke om det er behov for å sanksjonere overtredelse av flaggeplikten.

I tilfeller der brudd på flaggereglene forekommer i tilknytning til viktige begivenheter i utstederforetaket, kan en regel om suspensjon frem til flagging faktisk er foretatt være utilstrekkelig ut fra formålet. Brudd på flaggeplikten nær opp til viktige selskapsbegivenheter vil kunne medføre at andre stemmeberettigete ikke får nødvendig tid til å områ seg på bakgrunn av en forsinket flaggemeldingen.

Utvalget legger til grunn at det nettopp er i situasjoner der manglende flagging har karakter av overrumpling, at suspensjon kan ha en preventiv funksjon og beskytte øvrige markedsdeltakere. Utvalget foreslår derfor at Finanstilsynet skal kunne suspendere stemmeretten for en nærmere angitt periode og uavhengig av om forholdet rettes.

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

4.5 Høringsmerknader

Høringsmerknadene av relevans for spørsmålet om hvilke bestemmelser som skal være belagt med overtredelsesgebyr, og spørsmål om suspensjon av stemmeretter behandles felles. En del høringsmerknader knytter seg til forhold behandlet i Prop. 96 LS (2018–2019). Disse gjengis ikke her.

Finans Norge fremhever viktigheten av at regler om tilsyn og sanksjoner utformes på en systematisk og oversiktlig måte som sikrer forutberegnelighet og rettsikkerhet. Det er sentralt å trekke et klart mulig skille mellom administrative virkemidler og straff.

VFFN er enig med utvalget i at midlertidig suspensjon av stemmeretter er en meget inngripende reaksjon, og støtter at dette kun skal gjelde ved alvorlige overtredelser av regelverket, og at det kun skal omfatte stemmeretter til aksjer over terskelen som den manglende eller mangelfulle flaggemeldingen gjelder. VFFN fremhever også at implementeringen av strengere regler om overtredelsesgebyr mv. tilsier skjerpede krav til klarhet i lovtekst, og at man unngår utstrakt bruk av skjønn.

Advokatforeningen bemerker at endringsdirektivet krever at medlemsstatene innfører regler om midlertidig suspensjon av stemmerettigheten til aksjer ved brudd på flaggeplikten. Advokatforeningen viser til at utvalget har foreslått at hjemmelen skal kunne benyttes av Finanstilsynet i tilknytning til grove overtredelser av flaggeplikten, herunder spesielt i situasjoner som bærer preg av overrumping. Advokatforeningen bemerker at suspensjon av stemmerettigheter etter at forholdet er brakt til opphør, bærer preg av å være en etterfølgende straffesanksjon. Videre at slik vurdering av bakgrunnen for lovbruddet vil bero på etterfølgende subjektive vurderinger av formålet bak lovbruddet, som her kan ta høyde for omstendigheter som ikke var synbare for den flaggepliktige da lovbruddet ble begått. Suspensjon av stemmerettigheter vil videre ha svært inngripende virkning for den flaggepliktige som vanskelig kan repareres gjennom senere rettslig prøving av vedtaket. Videre reises det spørsmål ved hvorvidt slik adgang til suspensjon vil ha tilsiktet virkning under hensyntagen til forvaltningslovens regler om forhåndsvarsel ved inngripende vedtak med rett til forhåndsuttalelse fra den vedtaket retter seg mot. Advokatforeningen mener derfor at det ikke bør gis anledning til å suspendere stemmerettigheter etter at forholdet er brakt til opphør.

NFF bemerker at mer omfattende meldeplikt neppe vil gi verdifull informasjon til markedet, og at sanksjonsreglene derfor bør utøves med varsomhet, særlig i de tilfellene der det ikke er særlig relevant informasjon som gis for sent. Dette er også fremholdt av *Folketrygdfondet* under punktet om flaggefrist.

Oslo Børs støtter utvalgets forslag hva gjelder vilkår for suspensjon og omfanget av en eventuell suspensjon, og viser til utvalgets begrunnelse. Oslo Børs støtter også at suspensjonen bør utformes som et pålegg om at stemmerettene ikke utøves. Dette for å unngå at vedtaket griper inn i nasjonale selskapsrettslige regler hos aktører i andre land og slik at regelen kan praktiseres effektivt.

4.6 Departementets vurdering

4.6.1 Innledning

Som nevnt i kapittel 4.3.1 skiller ikke EØS-reglene mellom administrative sanksjoner og andre forvaltningstiltak. I norsk rett og etter EMK er det imidlertid nødvendig å gjøre et klart skille. Departementet viser til at *administrative sanksjoner* er definert i forvaltningsloven § 43 som en «*negativ reaksjon som kan ilegges av et forvaltningsorgan, som retter seg mot en begått overtredelse av lov, forskrift eller individuell avgjørelse, og som regnes som straff etter den europeiske menneskerettskonvensjon*».

Formålet med en administrativ sanksjon er å sanksjonere en begått lovovertrедelse hovedsakelig for å avskrekke fra nye overtredelser, individualpreventivt og allmennpreventivt, jf. Justis- og beredskapsdepartementets omtale i Prop. 62 L (2015–2016) kapittel 3.2 mv. som viser til EMKs straffebegrep.

I motsetning til administrative sanksjoner vil *andre forvaltningstiltak* være fremoverrettede tiltak, der formålet er å sikre at plikter etter lov, forskrift eller individuell avgjørelse eller hensynene bak pliktene (investorbeskyttelse, tilliten til markedet, effektivitet etc.) blir etterlevd og ivaretatt fremover i tid. I proposisjonen her brukes uttrykkene «andre forvaltningstiltak» fra Prop. 62 L (2015–2016) og «administrative tiltak» som Verdipapirlovutvalget har benyttet i sine utredninger, og som benyttes i direktivene og forordningene på finansområdet, om hverandre. Det sentrale er at slike tiltak skiller seg fra en administrativ sanksjon.

Om forholdet mellom administrative sanksjoner og andre forvaltningstiltak uttaler Justis- og beredskapsdepartementet i Prop. 62 L (2015–2016) kapittel 3.2:

«I proposisjonen er det trukket et skille mellom «administrative sanksjoner» og «andre forvaltningstiltak». «Andre forvaltningstiltak» er reaksjoner som ilegges av forvaltningsorganer knyttet til lovbrudd, men som ikke er administrative sanksjoner, fordi de ikke [er] straff etter EMK. Det gjelder for eksempel pålegg (blant annet pålegg om retting) og tvangsmulkt, jf. punkt 29 til 31. *Tvangsmulkt* er et enkeltvedtak med trussel om plikt til å betale penger til det offentlige for å sikre at plikter etter lov, forskrift eller individuell avgjørelse, blir etterlevd. Formålet med trusselen er å sikre at pålegget blir etterlevd. En slik reaksjon vil, korrekt anvendt,

aldri være straff etter EMK, og dermed heller ikke administrativ sanksjon».

Nasjonal rett må dermed foreta et skille mellom regler om administrative sanksjoner og administrative tiltak. Administrative sanksjoner vil være straff etter EMK og utløse rettigheter etter konvensjonen. Videre vil de særlige saksbehandlingsreglene i saker om administrative sanksjoner i forvaltningsloven kapittel IX komme til anvendelse.

EØS-reglene angir som nevnt administrative sanksjoner og andre forvaltningstiltak samlet og uten å foreta noe klart skille, slik at kategoriseringen må gjennomføres med utgangspunkt i nasjonal rett. For noen reaksjoner gir kategoriseringen seg selv. For enkelte andre reaksjoner vil kategoriseringen avhenge av utformingen av den nasjonale regelen og en konkret vurdering med utgangspunkt i ovennevnte prinsipper. Som nevnt i kapittel 4.1 er det i Prop. 96 LS (2018–2019) foretatt en felles gjennomgang av reglene og fremmet forslag til endringer i verdipapirhandeloven. Herunder foretok departementet en vurdering av hvilke av minimumstiltakene i EØS-regelverket som skulle utformes som regler om forvaltnings tiltak, og hvilke som er administrative sanksjoner.

4.6.2 Hvilke overtredelser skal belegges med overtredelsesgebyr

Ved den felles gjennomgangen av bestemmelsene om forvaltningstiltak og administrative sanksjoner i Prop. 96 LS (2018–2019) ble reglene om overtredelsesgebyr endret. Gebyrsatsene ved overtredelse av regler som gjennomfører rapporteringsdirektivets bestemmelser, ble endret, slik at de er i tråd med rapporteringsdirektivets regler om gebyrsatser. Det har dermed skjedd endringer i gjeldende rett etter at utvalget fremmet sine forslag i NOU 2016: 2. Slik verdipapirhandeloven § 21-3 annet ledd nå er formulert, mener departementet det ikke er nødvendig med andre lovendringer enn justering av de materielle reglene som skal omfattes av bestemmelsen om overtredelsesgebyr, for å sikre samsvar med rapporteringsdirektivets bestemmelse om sanksjonering av overtredelse av artikkel 4, 5 og 6.

Departementet er enig i utvalgets vurdering for såvidt gjelder artikkel 14 og at det bør inntas en hjemmel i § 21-3 for illeggelse av gebyr for brudd på § 5-8 første og tredje ledd. Departementet er videre enig i at § 21-3 bør utvides for å dekke utvidelsen av flaggeplikten i forslaget § 4-3 (§ 4-4 i utvalgets utkast). Utvalget har foreslått at hjemmelen skal henvise til konkrete bestemmelser om

flagging, og oppramsingen omfatter etter forslaget ikke reglene som i denne proposisjonen er inntatt i §§ 4-5 og 4-8 (unntak og flaggefrist). På grunn av sammenhengen mellom bestemmelsene i kapitlet, mener departementet det vil være mer hensiktsmessig å henvise til hele kapitlet om flagging, og ikke avgrense hjemmelen til konkrete bestemmelser. Departementet viser til forslaget i § 21-3.

4.6.3 Suspensjon av stemmeretter

I likhet med utvalget legger departementet til grunn at rapporteringsdirektivets bestemmelser om administrative tiltak og sanksjoner er minimumsbestemmelser som alle EØS-statene er forpliktet til å innarbeide i nasjonal rett, slik det også er lagt til grunn i gjennomgangen av verdipapirhandelovens regler i Prop. 96 LS (2018–2019). Det må dermed utformes en regel om suspensjon av stemmeretter ved brudd på flaggreglene i samsvar med rapporteringsdirektivet artikkel 28 b nr. 2, slik utvalget også foreslår. Den nærmere utforming av bestemmelsen, herunder om det bør være en regel om administrativt tiltak eller en sanksjonsbestemmelse, vilkår for anvendelse, rekkevidde mv. er imidlertid opp til nasjonale myndigheter og må avgjøres ut fra hvert lands rettstradisjon.

Departementet er enig med utvalget og høringsinstansene i at et midlertidig forbud mot å utøve stemmeretter til aksjer er et inngripende tiltak, slik tilfellet for øvrig også er for flere andre forvaltningstiltak og sanksjoner verdipapirhandeloven gir hjemmel for. Departementet bemerker at aksjeeieren midlertidig fratas en sentral side ved eierposisjonen. Departementet er dermed enig med utvalget i at regler om suspensjon ikke bør være mer vidtgående enn formålet tilsier. Departementet er således enig i at et midlertidig forbud kun skal omfatte stemmerettene til aksjer over terskelen den manglende eller mangelfulle flaggemeldingen gjelder, noe også høringsinstansene har støttet.

Selv om det ikke sies eksplisitt, legger utvalget opp til at en regel om suspensjon av stemmeretter bør utformes som et forvaltningstiltak og ikke som en sanksjonsbestemmelse. Det vises blant annet til at reglene er foreslått tatt inn i bestemmelsene om pålegg i § 15-7 (nå § 19-7), og at hensynet til å beskytte andre investorer og markedet fremheves som særlig viktig.

Departementet bemerker at å avskjære sentrale selskapsrettslige rettigheter som stemmerett fremstår som en lite egnet sanksjon, sammenlig-

net med for eksempel et overtredelsesgebyr. Departementet kan heller ikke se at det er behov for en slik type administrativ sanksjon ved siden av andre og mer egnede sanksjonsregler. Departementet bemerker imidlertid at verdipapirhandellovens regler skal bidra til å legge til rette for et trygt, sikkert og effektivt kapitalmarked med høy grad av tillit, som bidrar til at investorene har tillit til markedet, og til at næringslivet tiltrekker seg kapital. Flaggreglenes formål er å gi selskapet og markedet informasjon om erverv som kan påvirke eierstrukturen i selskapet, og dermed både selskapets og andre eieres evne til å vurdere og ivareta sine posisjoner. Departementet legger til grunn at en regel om midlertidig forbud mot å benytte stemmerettene ved overtredelse av flaggreglene i gitte situasjoner vil kunne bidra til å hindre at tredjepart lider tap eller skade, eller at overtredelsen medfører fare for skade, eller forstyrrelser i markedet. Vurderingen vil være fremoverskuende, og det sentrale vurderingstema vil være om det er behov for å beskytte andre investorer eller selskapets interesser.

Departementet er enig med utvalget i at en regel om suspensjon frem til flagging faktisk er foretatt, vil være utilstrekkelig ut fra formålet i tilfeller der brudd på flaggreglene forekommer i tilknytning til viktige begivenheter i utstederforetaket. Brudd på flaggeplikten nær opp til viktige selskapsbegivenheter vil kunne medføre at andre stemmeberettigete ikke får nødvendig tid til å områ seg. Der manglende flagging har karakter av overrumpning, er det etter departementets syn særlig viktig at det gis mulighet for å beskytte øvrige markedsdeltakere. Departementet mener på denne bakgrunn at Finanstilsynet bør kunne suspendere stemmeretten for en nærmere angitt periode og uavhengig av om forholdet rettes, slik utvalget foreslår. Slik departementet ser det, er ikke de alminnelige forvaltningsrettslige reglene, herunder reglene om forhåndsvarsling, til hinder for en hensiktsmessig praktisering av regelen. Departementet legger til grunn at mulighetene

for å gi unntak i gitte situasjoner gir tilstrekkelig handlingsrom.

Utvalget har foreslått at suspensjon av stemmerett kun bør tillates ved grove brudd på regelverket, slik rapporteringsdirektivet også gir mulighet for. Dette støttes av flere høringsinstanser. Departementet er som nevnt enig i at å legge ned midlertidig forbud mot utøvelse av stemmerett er et inngrepene tiltak. Tiltaket er også av en slik karakter at det ikke nødvendigvis kan repareres gjennom etterfølgende klage eller rettslig prøving. Departementet bemerker imidlertid at det sentrale vurderingstemaet ved anvendelse av bestemmelsen bør være om pålegget er nødvendig for å beskytte andre markedsdeltakeres interesser eller markedets integritet. Ved siden av dette kravet anser departementet at det ikke er behov for å presisere at overtredelsene må være «grove». Det vises i denne sammenheng til vurderingene som ble gjort knyttet til denne typen kvalifikasjonskrav i den felles gjennomgangen av reglene om forvaltningstiltak og sanksjoner i Prop. 96 LS (2018–2019), se blant annet 7.7.5.8 om overtredelse av prospektreglene hvor det også vises tilbake til utformingen av reglene om forbudet mot å ha ledelsesfunksjon. Selv om dette er en annen type tiltak, reises de samme problemstillingene knyttet til kvalifisering av bestemmelsene. Departementet legger vekt på at tilsynsbestemmelsene så langt det er mulig og hensiktsmessig, utformes enhetlig, noe også høringsinstansene har fremholdt som viktig.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at Finanstilsynet skal gis myndighet til å beslutte suspensjon, og at vedtaket bør utformes som et pålegg til den flaggepliktige om at stemmerettene ikke skal utøves. Det vises til utvalgets bemerkninger. Departementet foreslår ikke en oppramsing av konkrete bestemmelser i hjemmelen, slik utvalget foreslo. Departementet foreslår i stedet at hjemmelen skal knytte seg til overtredelse av kapittel 4 i loven. Det vises til departementets vurdering av tilsvarende spørsmål i punkt 4.6.2.

5 Nærmere om EØS-komiteens beslutning

5.1 Bakgrunn

EØS-komiteen vedtok ved beslutning nr. 81/2020 12. juni 2020 å innlemme direktiv 2013/50/EU i EØS-avtalen. Norge deltok i beslutningen med forbehold om Stortingets samtykke.

Gjennomføring av EØS-komiteens beslutning vil kreve lovendring. Det er dermed nødvendig med Stortingets samtykke til godkjenning av EØS-komiteens beslutning i medhold av Grunnloven § 26 annet ledd.

Tilhørende nivå-2 regelverk er innlemmet i EØS-avtalen i beslutning nr. 82/2020. Disse kommisjonsforordningene krever ikke lovendring for å bli gjennomført i norsk rett. De er ikke gjenstand for anmodningen om Stortingets samtykke.

5.2 Omtale av EØS-komiteens beslutning nr. 81/2020

EØS-komiteens beslutning nr. 81/2020 om innlemmelse i EØS-avtalen av direktiv 2013/50/EU inneholder en fortale og fire artikler.

Artikkel 1 fastsetter at EØS-avtalens vedlegg IX skal endres slik at direktiv 2013/50/EU, rettet ved EUT L 14 av 18.1.2014 s.35, skal inntas i EØS-avtalen. Direktivet tas inn som et endringsdirektiv til direktiv 2004/109/EF jf. punkt 1 i artikkel 1 og som et endringsdirektiv til kommisjonsdirektiv 2007/14/EF, jf. punkt 2 i artikkel 1. I punkt 1 er det tilført en tilpasning om at «27. november 2015» i artikkel 2 nr. 1 i) skal forstås som «ikraft-tredelsesdatoen for EØS-komiteens beslutning nr. 81/2020 av 12. juni 2020» når det gjelder EFTA-statene. Eldre tilpasninger omnummereres.

Artikkel 2 fastslår at den islandske og den norske språkversjonen av direktivet gis gyldighet og kunngjøres i EØS-tillegget til Den europeiske unions tidende.

Artikkel 3 fastsetter at beslutningen trer i kraft 13. juni 2020, forutsatt at alle meddelelser etter EØS-avtalens artikkel 103 nr. 1 er inngitt.

Artikkel 4 fastslår at beslutningen selv skal kunngjøres i EØS-avdelingen og i EØS-tillegget til Den europeiske unions tidende.

6 Økonomiske og administrative konsekvenser

Departementet antar at endringene i flaggereglene ikke vil medføre vesentlige økonomiske eller administrative konsekvenser for tilsynsmyndigheten, utstederne eller regulerte markeder.

Endringene av reglene om overtredelsesgebyr og innføring av hjemmel for suspensjon av stemmeretter kan medføre noe økt arbeid for Finanstilsynet. Departementet legger til grunn at endringene ikke vil ha vesentlige økonomiske og administrative konsekvenser for Finanstilsynet.

For investorer vil det mer omfattende flaggeregelverket kunne ha enkelte økonomiske og administrative konsekvenser. Blant annet utvides

hvilke instrumenter som er flaggepliktige, med til dels kompliserte beregninger som vil kreve mer komplekse og kostbare teknologiske systemer.

Etter departementets forslag vil norsk rett være mer knyttet opp mot direktivets tekst, og i større grad harmonisert med regelverket i EU. Dette vil kunne medføre en forenklet etterlevelse for internasjonale og grensekryssende investorer. Samtidig vil regelverket være noe mer komplisert og krevende å sette seg inn i og vil etter omstendighetene kunne medføre økte kostnader for investorer knyttet til dette.

7 Merknader til de enkelte bestemmelser

Til § 4-2:

Første ledd fastsetter flaggeplikt for erverv og avhendelse av større andeler aksjer med tilknyttede stemmeretter. Den gjennomfører rapporteringsdirektivet artikkel 9 nr. 1 første ledd. Flaggeplikt som følge av erverv av rettigheter til aksjer er flyttet til en egen bestemmelse i § 4-3. For øvrig er ordlyden i stor grad en videreføring av gjeldende § 4-2 første ledd. Flaggeplikt som følge av «annen omstendighet» er tatt inn i forslaget § 4-4. Det er gjort noen mindre språklige endringer sammenliknet med utvalgets utkast, som ikke er ment å utgjøre realitetsendringer, ved at «av stemmene» er tatt med i departementets forslag, og «og» er erstattet med «eller».

Annet ledd fastsetter at det gjelder en tilsvarende plikt til flagging av andeler av aksjekapitalen. Dette er en videreføring av det som følger av gjeldende rett i vphl. § 4-2 første ledd. Direktivets artikkel 9 nr. 1 omfatter kun flaggeplikt for aksjer med stemmeretter, men artikkel 3 nr. 1a, fjerde ledd, punkt (i) åpner for at nasjonal rett kan ha tilsvarende flaggeterskler basert på innehav av utstederens aksjekapital. Forslaget er omtalt punkt i 3.2.

Tredje ledd endres slik at det gjelder flaggeplikt ved utlån og mottak av utlånte aksjer. Innlån og tilbakelevering av aksjer er allerede flaggepliktige. Med dette gjelder det flaggeplikt for både låntaker og utlåner. Bestemmelsen må sees i sammenheng med § 4-3 (flaggpliktige rettigheter) der det for eksempel er snakk om salgs- og gjenkjøpsavtaler, tilbakekjøpsrett mv.

Fjerde ledd fastsetter at bestemmelsene i kapitlet om flagging med tilhørende forskrifter gjelder tilsvarende for egenkapitalbevis.

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

Til § 4-3:

Bestemmelsen regulerer flaggeplikt for rettigheter mv. til aksjer og finansielle instrumenter knyttet til aksjer med fysisk eller finansielt oppgjør.

Første ledd nr. 1 gjennomfører ny artikkel 13 nr. 1 første ledd bokstav a i rapporteringsdirektivet om rettigheter mv. til aksjer. Vilkåret om at rettighetene må være knyttet til allerede utstedte aksjer, innebærer en endring i forhold til gjeldende rett og medfører at færre typer finansielle instrumenter er underlagt flaggeplikt. For eksempel vil tegningsretter og konvertible obligasjoner som ikke er knyttet til allerede utstedte aksjer, ikke lenger være flaggepliktige instrumenter. Flaggeplikten etter denne bestemmelsen vil omfatte aksjer med stemmeretter og ikke stemmerettsløse aksjer.

Første ledd nr. 2 gjennomfører ny artikkel 13 nr. 1 første ledd bokstav b om finansielle instrumenter med liknende økonomisk virkning. Bestemmelsen pålegger flaggeplikt for andre finansielle instrumenter enn aksjer som er knyttet til aksjer som nevnt i nr. 1, og som har lignende økonomisk virkning som det å inneha aksjer og ha rett til å erverve aksjer, uavhengig av om instrumentet gir rett til fysisk eller finansielt oppgjør. Som følge av henvisningen til nr. 1 vil flaggeplikt kun oppstå for finansielle instrumenter der de underliggende aksjene er utstedte og tatt opp til notering på regulert marked.

Annet ledd gjennomfører ny artikkel 13 nr. 1b. Utvalget anså det som unødvendig å gjennomføre denne bestemmelsen eksplisitt på bakgrunn av den alminnelige definisjonen av finansielle instrumenter. For å sikre en direktivnær gjennomføring har departementet inntatt bestemmelsen i lovteksten her. Forslagene er omtalt i punkt 3.2.

Tredje ledd gjennomfører ny artikkel 13 nr. 1a første ledd og regulerer beregningen av antall stemmeretter. Bestemmelsen gjelder beregningen både etter første ledd nr. 1 og nr. 2. Deltaverdien er en tallstørrelse som gir uttrykk for hvordan verdien av det finansielle instrumentet teoretisk sett forventes å endre seg ved endringer i prisen på de underliggende aksjene, samtidig som den representerer sannsynligheten for at instrumentet blir innløst. Deltajusteringen gir dermed et grunnlag for flaggeberegningen som ligger tettere opp mot investorens økonomiske eksponering enn om en kun hadde tatt utgangspunkt i det nominelle antal-

let underliggende aksjer. Det er fastsatt utfyllende bestemmelser om beregningen i kommisjonsforordning 2015/761/EU. Se punkt 3.4.

Med lange posisjoner menes posisjoner som øker i verdi dersom underliggende verdi øker, eller som synker i verdi dersom underliggende verdi synker. Tilsvarende er korte posisjoner de posisjonene som øker i verdi dersom underliggende verdi synker, eller synker i verdi dersom underliggende verdi øker. Se punkt 3.4.

Fjerde ledd gjennomfører ny artikkel 13 a nr. 2, om at det for stemmeretter knyttet til finansielle instrumenter som allerede er flagget etter bestemmelsens første ledd, skal flagges på nytt dersom den flaggepliktige har ervervet de underliggende aksjene, og ervervet medfører at det samlede antall stemmeretter når eller overstiger tersklene for flagging. Det er gjort en mindre justering i ordlyden, sammenliknet med utvalgets forslag, uten at det er ment å innebære en realitetsendring. Forslaget er omtalt i punkt 3.2.

Femte ledd gir departementet hjemmel til å gi nærmere regler om flagging etter bestemmelsen, herunder regler om beregning. Bestemmelsen gir hjemmel for gjennomføring av kommisjonsforordning 2015/761/EU som gir nærmere bestemmelser om beregning av flaggepliktig beholdning.

Til § 4-4:

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

Første ledd nr. 1 gjennomfører direktivet artikkel 10 bokstav a om flaggeplikt for avtale om forpliktende langsiktig felles strategi ved samordnet bruk av stemmeretter. Bakgrunnen for endringen i forhold til gjeldende rett er at det etter endringsdirektivet ikke er adgang til å ha bestemmelser som avviker fra artikkel 10. Dagens henvisning til vphl. § 2-5 må derfor tas ut og erstattes med en egen bestemmelse som gjelder flaggetilfellene. Begge parter i avtalen skal flagge etter denne bestemmelsen.

Første ledd nr. 2 gjennomfører direktivet artikkel 10 bokstav b om flaggeplikt for avtale om midlertidig overføring av stemmeretter mot vederlag. Henvisningen til allmennaksjeloven i gjeldende rett videreføres ikke. Dette for å tilpasse regelen også til utenlandske utstedere. Det er den som låner eller får overført stemmerettene, som er flaggepliktig etter bestemmelsen.

Første ledd nr. 3 gjennomfører direktivet artikkel 10 bokstav c om flaggeplikt for stemmeretter knyttet til aksjer som er mottatt som sikkerhet, hvor vedkommende erklærer at han har til hen-

sikt å stemme for aksjene. For å tilpasse dette også til utenlandske utstedere er henvisningen til lov om finansiell sikkerhetsstillelse i gjeldende § 4-2 annet ledd nr. 1, ikke videreført.

Første ledd nr. 4 gjennomfører direktivet artikkel 10 bokstav d om flaggeplikt for stemmeretter knyttet til aksjer som vedkommende har evigvarende rettighet til. Denne bestemmelsen er ny i norsk rett.

Første ledd nr. 5 gjennomfører direktivet artikkel 10 bokstav f om flaggeplikt for stemmeretter knyttet til aksjer deponert hos vedkommende forutsatt at vedkommende kan utøve stemmerett etter eget skjønn, i mangel av særlig instruks fra aksjeeierne. Denne bestemmelsen er ny i norsk rett.

Første ledd nr. 6 gjennomfører direktivet artikkel 10 bokstav g om flaggeplikt for stemmeretter som innehas av en tredjemann i eget navn, men på vegne av den flaggepliktige. Bestemmelsen må ses i sammenheng med fjerde ledd nedenfor og fastsetter flaggeplikt for reell eier, selv om stemmerettene er overført til tredjemann. Denne regelen er delvis gjennomført i gjeldende verdipapirforskrift § 4-6 (for utenlandske selskaper med Norge som hjemstat). Bestemmelsen er formulert slik at den omfatter norske selskaper, for å sikre en riktig gjennomføring av direktivbestemmelsen.

Første ledd nr. 7 gjennomfører direktivet artikkel 10 bokstav h om flaggeplikt for tildeling og tilbakekall av fullmakt forutsatt at stemmerett kan utøves etter eget skjønn, i mangel av særlig instruks fra aksjeeierne. Ordlyden er endret noe fra gjeldende § 4-2 annet ledd nr. 2 og verdipapirforskriften § 4-3 bokstav b.

Annet ledd gjennomfører direktivet artikkel 10 bokstav e om flaggeplikt for stemmeretter som innehas eller kan utøves som definert i første ledd nr. 1 til 4, av et foretak som kontrolleres av der nevnte person. Bestemmelsen erstatter dagens henvisning til verdipapirhandelloven § 2-5. Konsolideringsplikten gjelder også for flaggeplikten som nevnt i forslaget § 4-3 første ledd, det vil si for rettigheter til aksjer og for finansielle instrumenter knyttet til rettigheter til aksjer som har finansielt oppgjør. Konsolideringsplikten for kontrollerte foretak skal beregnes ut fra både stemmeretter og aksjekapital, jf. henvisning til § 4-2 første ledd og annet ledd.

Tredje ledd gjennomfører direktivet artikkel 2 nr. 1, bokstav f og nr. 2 som definerer hva som ligger i begrepet «kontrollert foretak» i annet ledd. Bestemmelsen er noe omformulert i forhold til utvalgets forslag, uten at det er ment noen realitetsendring.

Fjerde ledd gjennomfører rapporteringsdirektivet artikkel 2 nr. 1 bokstav e punkt (ii). Denne

definerer som aksjeeier enhver som innehar aksjer på vegne av en annen i eget navn. Bestemmelsen medfører blant annet at forvaltere som registrerer aksjer i eget navn, som utgangspunkt må flagge på samme måte som reell eier. Unntak er beskrevet i utvalgets utredning og forutsettes gjennomført i forskrift.

Femte ledd gjennomfører direktivet artikkel 9 nr. 2 om flaggeplikt der selskapsbegivenheter som aksjekapitalnedsettelse eller -forhøyelse medfører endringer i andelen av aksjekapitalen og stemmeretter som gjør at en flaggeterskel passerer. Bestemmelsen viderefører gjeldende verdipapirforskrift § 4-3 bokstav f.

Etter *sjette ledd* kan departementet i forskrift fastsette nærmere regler om flagging som følge av annen omstendighet, herunder konsolidering. Det kan også gjøres unntak fra konsolideringsbestemmelsene i loven.

Forslagene er omtalt i punkt 3.7.

Til § 4-5:

De mest praktiske unntaksbestemmelsene fra flaggeplikten samles i denne bestemmelsen. Unntakene er utvidet til å gjelde flaggeplikten for rettigheter til aksjer etter forslaget § 4-3 første ledd.

Første ledd nr. 1 og 2 viderefører unntakene i gjeldende verdipapirforskrift § 4-4 første ledd a) og b) som gjennomfører rapporteringsdirektivet artikkel 9 nr. 4 første alternativ, og nr. 5. Etter artikkel 13 nr. 4 skal unntakene også gjelde for flaggeplikt for rettigheter til aksjer etter forslaget § 4-3 første ledd. Ordlyden er noe endret for å dekke flaggeplikten etter både § 4-2 og etter § 4-3. «Tre handelsdager» er endret til «to handelsdager» som følge av endringer i oppgjørssyklusen. Det er gitt utfyllende bestemmelser til beregningen av terskelen på 5 prosent i bokstav b i kommisjonsforordning 2015/761 artikkel 2 og 3.

Annet ledd viderefører unntaket i verdipapirforskriften § 4-4 annet ledd. Det er gjort en mindre justering i strukturen i bestemmelsen, sammenliknet med utvalgets forslag, uten at det er ment å innebære noen realitetsendring. Bestemmelsen gjennomfører direktivet artikkel 9 nr. 6, som også skal gjelde for flaggeplikt etter forslaget § 4-3, jf. artikkel 13 nr. 4. Det er gitt utfyllende bestemmelser i kommisjonsforordning 2015/761.

Tredje ledd viderefører bestemmelsen i verdipapirforskriften § 4-4 tredje ledd som gjennomfører kommisjonsdirektiv 2007/14 artikkel 6. Bestemmelsen oppstiller en plikt for prisstiller til å gi melding til Finanstilsynet dersom vedkommende skal benytte unntaket i første ledd nr. 2.

Etter *fjerde ledd* kan departementet i forskrift fastsette regler om unntak fra flaggeplikten i §§ 4-2 og 4-3, herunder om fastsettelsen av grensen i første ledd nr. 2 og 3 og gjennomføring av kommisjonsforordning 2015/761/EU artikkel 6.

Forslagene er omtalt i punkt 3.5.

Til § 4-6

Bestemmelsen oppstiller regler om aggregering og gjennomfører ny artikkel 13a nr. 1 første ledd. *Første ledd* fastslår at beholdninger som innehas etter §§ 4-2 og 4-4, skal legges sammen med innehav etter forslaget § 4-3 ved beregninger av om terskelverdiene for flagging som nevnt i forslaget § 4-2 første ledd er passert.

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

Forslagene er omtalt i punkt 3.4.3.

Til § 4-7:

Første ledd regulerer fristen for å sende melding. Når det gjelder avtale om erverv og avhendelse, så løper fristen som utgangspunkt fra tidspunktet avtale ble inngått. Dersom den flaggepliktige var ukjent med avtalen, løper fristen fra tidspunktet vedkommende ble kjent med eller burde blitt kjent med avtalen.

Etter *annet ledd* kan departementet i forskrift fastsette nærmere regler om frist for melding og gjøre unntak fra bestemmelsen. Forslagene er omtalt i punkt 3.8.

Til § 4-8:

Bestemmelsen regulerer kravene til melding. Detaljkravene til melding forutsettes fastsatt i forskrift. Se omtale i punkt 3.6.

Til § 19-7:

Nytt *elleve ledd* innfører en regel om suspensjon av stemmeretter. Det vises til omtale i punkt 4.

Til § 21-3:

Endringene i *første ledd* innebærer at henvisningene til bestemmelsene som det kan ilegges overtredelsesgebyr for brudd på, tilpasses de nye flaggepliktsreglene. I tillegg utvides adgangen til å ilegge overtredelsesgebyr til å omfatte brudd på reglene i vphl. § 5-8 første og tredje ledd i samsvar med de endrede direktivbestemmelsene.

Endringer i verdipapirhandelloven (flagging) og samtykke til godkjenning av EØS-komiteens beslutning nr. 81/2020 av 12. juni 2020 om innlemmelse i EØS-avtalen av direktiv 2013/50/EU

Finansdepartementet

t i l r å r :

At Deres Majestet godkjenner og skriver under et fremlagt forslag til proposisjon til Stortinget om endringer i verdipapirhandelloven (flagging) og samtykke til godkjenning av EØS-komiteens beslutning nr. 81/2020 av 12. juni 2020 om innlemmelse i EØS-avtalen av direktiv 2013/50/EU.

Vi **HARALD**, Norges Konge,

s t a d f e s t e r :

Stortinget blir bedt om å gjøre vedtak til lov om endringer i verdipapirhandelloven (flagging) og vedtak om samtykke til godkjenning av EØS-komiteens beslutning nr. 81/2020 av 12. juni 2020 om innlemmelse i EØS-avtalen av direktiv 2013/50/EU i samsvar med et vedlagt forslag.

A

Forslag

til lov om endringer i verdipapirhandelloven (flagging)

I

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

§ 4-2 skal lyde:

§ 4-2 *Flagging av aksjer og stemmeretter*

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

(2) Første ledd gjelder tilsvarende for en aksjeeiers andel av aksjekapitalen.

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

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

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

Ny § 4-3 skal lyde:

§ 4-3 *Flagging av andre finansielle instrumenter*

(1) Plikten til å sende melding etter § 4-2 første ledd gjelder tilsvarende for den som direkte eller indirekte innehar, erverver eller avhender

1. finansielle instrumenter som ved forfall gir innehaveren en ubetinget rett til eller rett til etter eget skjønn å erverve allerede utstedte aksjer som det er knyttet stemmerett til,
2. finansielle instrumenter som ikke er omfattet av nr. 1, men som er knyttet til aksjer nevnt i nr. 1, og har lignende økonomisk virkning som finansielle instrumenter nevnt i nr. 1, uansett om de gir rett til fysisk eller finansielt oppgjør.

(2) Følgende skal anses som finansielle instrumenter etter første ledd:

1. omsettelige verdipapirer,
2. opsjoner,
3. terminkontrakter med løpende avregning,
4. bytteavtaler,

5. framtidige renteavtaler,

6. differansekontrakter,

7. alle andre kontrakter eller avtaler med lignende økonomiske virkninger som kan gjøres opp fysisk eller finansielt.

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

(4) Dersom en innehaver, erverver eller avhender har gitt melding etter første ledd, skal det gis melding på nytt dersom vedkommende har ervervet de underliggende aksjene, og et slikt erverv fører til at det samlede antall stemmeretter når eller overstiger tersklene fastsatt i § 4-2 første ledd.

(5) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om flagging etter denne bestemmelsen, herunder beregningen etter tredje ledd.

Ny § 4-4 skal lyde:

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

(1) Plikten til å sende melding etter § 4-2 første ledd gjelder tilsvarende for stemmeretter som den flaggepliktige innehar i følgende situasjoner:

1. stemmeretter som innehas av en tredjeperson og som den flaggepliktige etter avtale har forpliktet seg til å føre en langsiktig, felles strategi med, ved samordnet utøvelse av stemmeretter,
2. midlertidig overdragelse av stemmerett til den flaggepliktige mot vederlag,
3. aksjer med stemmeretter som den flaggepliktige mottar som sikkerhet, og hvor den flaggepliktige kan utøve stemmerett etter eget skjønn og erklærer at vedkommende har til hensikt å stemme for aksjene,

4. aksjer med stemmerett som den flaggepliktige har fått evigvarende rettigheter til,
5. aksjer med stemmerett som den flaggepliktige mottar for deponering, og der den flaggepliktige i mangel av instruks kan stemme for aksjene etter eget skjønn,
6. aksjer med stemmerett som en tredjeperson oppbevarer i eget navn på vegne av den flaggepliktige,
7. tildeling eller tilbakekall av fullmakt uten instruks til den flaggepliktige.

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

(2) Plikten til å sende melding etter § 4-2 første og annet ledd og § 4-3 første ledd gjelder også for en fysisk eller juridisk person som har rett til å erverve, avhende eller utøve stemmeretter som innehas eller kan utøves etter første ledd nr. 1 til 4, av et kontrollert foretak.

(3) Med kontrollert foretak etter annet ledd menes foretak der den fysiske eller juridiske personen

1. innehar flertallet av stemmerettene,
2. har rett til å utnevne eller avsette flertallet av medlemmene i administrasjons-, ledelses- eller kontrollorganet og samtidig er aksjeeier eller deltaker i foretaket,
3. er aksjeeier eller deltaker og alene kontrollerer flertallet av aksjeeiernes og deltakernes stemmeretter etter avtale inngått med andre aksjeeiere eller deltakere i foretaket, eller
4. har rett til å øve, eller faktisk øver, dominerende innflytelse eller kontroll.

Rett til å utnevne og avsette medlemmer til organer som nevnt i nr. 2 omfatter rettigheter som innehas av ethvert annet foretak som kontrolleres av aksjeeieren, og rettigheter som innehas av en fysisk eller juridisk person som opptrer på vegne av aksjeeieren, eller på vegne av annet foretak som kontrolleres av aksjeeieren, selv om vedkommende opptrer i eget navn.

(4) Meldeplikten etter § 4-2 første ledd gjelder også for fysiske eller juridiske personer som direkte eller indirekte innehar aksjer på vegne av andre i eget navn.

(5) Bestemmelsen i § 4-2 første og annet ledd gjelder tilsvarende ved endringer som følge av selskapsbegivenheter.

(6) Departementet kan i forskrift fastsette regler om flagging som følge av annen omstendighet, herunder konsolidering. Det kan i forskrift gjøres unntak fra reglene i denne bestemmelse.

Ny § 4-5 skal lyde:

§ 4-5 Unntak fra flaggeplikten

(1) Plikten til å sende melding etter §§ 4-2 og 4-3 gjelder ikke

1. erverv som er foretatt utelukkende for å sikre avvikling av oppgjør innen en periode på to handelsdager etter at handelen er utført,
2. prisstillers erverv eller avhending av en betydelig eierandel som når eller overstiger terskelverdien på 5 prosent, når denne opptrer som prisstiller, forutsatt at prisstilleren ikke påvirker forvaltningen av selskapet eller øver innflytelse på utstederen for at denne skal kjøpe slike aksjer eller rettigheter eller støtte aksjekursen

(2) Aksjer eller eksponeringer som nevnt i § 4-3 første ledd i handelsporteføljen til et verdipapirforetak eller en kredittinstitusjon skal ikke medregnes i institusjonens beholdning dersom denne ikke utøver stemmerettene eller på annen måte benytter disse til å påvirke forvaltningen av selskapet, og aksjene eller eksponeringen i handelsporteføljen hver for seg ikke overstiger terskelverdien på 5 prosent.

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

(4) Departementet kan i forskrift fastsette regler om unntak fra flaggeplikten i §§ 4-2 og 4-3.

Ny § 4-6 skal lyde:

§ 4-6 Aggregering

(1) Plikten til å sende melding etter §§ 4-2 til 4-4 gjelder tilsvarende når antallet stemmeretter som direkte eller indirekte innehas av en fysisk eller juridisk person etter §§ 4-2 og 4-4, sammenlagt med antallet stemmeretter knyttet til finansielle instrumenter som direkte eller indirekte innehas etter § 4-3, når, overstiger eller faller under tersklene fastsatt i § 4-2 første ledd.

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

Ny § 4-7 skal lyde:

§ 4-7 Frist for melding

(1) Melding etter dette kapittelet skal gis straks, men senest innen åpning av regulert marked andre handelsdag, etter at avtale om erverv eller avhending er inngått, eller etter at den meldepliktige blir kjent med eller burde ha blitt kjent med erverv, avhending eller annen omstendighet som fører til at meldeplikten inntreffer.

(2) Departementet kan i forskrift fastsette regler om frist for melding, herunder gjøre unntak fra bestemmelsene i første ledd.

Ny § 4-8 skal lyde:

§ 4-8 *Krav til melding*

(1) Departementet kan i forskrift fastsette regler om krav til melding etter §§ 4-2 til 4-7.

(2) Finanstilsynet eller den Finanstilsynet utpeker, skal offentliggjøre meldinger etter §§ 4-2 til 4-7 etter reglene i § 5-12.

(3) Melding etter dette kapitlet kan gis på norsk eller engelsk.

§ 19-7 nytt ellevte ledd skal lyde:

(11) Dersom det er nødvendig for å beskytte andre markedsdeltakers interesser eller markedets integritet, kan Finanstilsynet ved overtredelse av reglene i kapittel 4 og forskrifter gitt til utfylling av disse bestemmelsene, gi pålegg om at stemmerettene

til aksjene fra og med terskelen den manglende eller mangelfulle flaggemeldingen gjelder, ikke skal utøves før forholdet er brakt til opphør eller for en nærmere angitt periode.

Nåværende § 19-7 ellevte ledd blir nytt tolvte ledd.

§ 21-3 første ledd skal lyde:

(1) Finanstilsynet kan ilegge overtredelsesgebyr ved overtredelse av reglene i kapittel 4 og § 5-8 første og tredje ledd og forskrifter gitt til utfylling av disse bestemmelsene.

II

1. Loven gjelder fra den tid Kongen bestemmer. Kongen kan sette i kraft de enkelte bestemmelsene til forskjellig tid.
2. Departementet kan gi overgangsregler.

Endringer i verdipapirhandelloven (flagging) og samtykke til godkjenning av EØS-komiteens beslutning nr. 81/2020 av 12. juni 2020 om innlemmelse i EØS-avtalen av direktiv 2013/50/EU

B**Forslag****til vedtak om samtykke til godkjenning av EØS-komiteens
beslutning nr. 81/2020 av 12. juni 2020 om innlemmelse
i EØS-avtalen av direktiv 2013/50/EU****I**

Stortinget samtykker i godkjenning av EØS- om innlemmelse i EØS-avtalen av direktiv 2013/
komiteens beslutning nr. 81/2020 av 12. juni 2020 50/EU.

Vedlegg 1

EØS-komiteens beslutning nr. 81/2020 av 12. juni 2020 om endring av EØS-avtalens vedlegg IX (Finansielle tjenester)

EØS-KOMITEEN HAR –

under henvisning til avtalen om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde, heretter kalt EØS-avtalen, særlig artikkel 98, og ut fra følgende betraktninger:

1. Europaparlaments- og rådsdirektiv 2013/50/EU av 22. oktober 2013 om endring av europaparlaments- og rådsdirektiv 2004/109/EF om harmonisering av innsynskrav med hensyn til opplysninger om utstedere av verdipapirer som er opptatt til notering på et regulert marked, europaparlaments- og rådsdirektiv 2003/71/EF om det prospekt som skal offentliggjøres når verdipapirer legges ut til offentlig tegning eller opptas til notering og kommisjonsdirektiv 2007/14/EF om fastsettelse av nærmere regler for gjennomføringen av visse bestemmelser i direktiv 2004/109/EF,¹ rettet ved EUT L 14 av 18.1.2014, s. 35, skal innlemmes i EØS-avtalen.
2. EØS-avtalens vedlegg IX bør derfor endres –

TRUFFET DENNE BESLUTNING:

Artikkel 1

I EØS-avtalens vedlegg IX gjøres følgende endringer:

1. I nr. 29d (europaparlaments- og rådsdirektiv 2004/109/EF) gjøres følgende endringer:
 - i) nytt strekpunkt skal lyde:
«– 32013 L 0050: Europaparlaments- og rådsdirektiv 2013/50/EU av 22. oktober 2013 (EUT L 294 av 6.11.2013, s. 13), rettet ved EUT L 14 av 18.1.2014, s. 35.»
 - ii) tilpasning a) og b) omnummereres til tilpasning b) og c),
 - iii) følgende tilpasning tilføyes før tilpasning b):

«a) I artikkel 2 nr. 1 i), når det gjelder EFTA-statene, skal ordene '27. november 2015' forstås som 'ikrafttredelsesdatoen for EØS-komiteens beslutning nr. 81/2020 av 12. juni 2020'»

2. I nr. 29da (kommisjonsdirektiv 2007/14/EF) tilføyes følgende:

«, endret ved:

- 32013 L 0050: Europaparlaments- og rådsdirektiv 2013/50/EU av 22. oktober 2013 (EUT L 294 av 6.11.2013, s. 13), rettet ved EUT L 14 av 18.1.2014, s. 35.»

Artikkel 2

Teksten til direktiv 2013/50/EU, rettet ved EUT L 14 av 18.1.2014, s. 35, på islandsk og norsk, som skal kunngjøres i EØS-tillegget til Den europeiske unions tidende, skal gis gyldighet.

Artikkel 3

Denne beslutning trer i kraft 13. juni 2020, forutsatt at alle meddelelser etter EØS-avtalens artikkel 103 nr. 1 er inngitt.²

Artikkel 4

Denne beslutning skal kunngjøres i EØS-avdelingen av og EØS-tillegget til Den europeiske unions tidende.

Utferdiget i Brussel, 12. juni 2020.

For EØS-komiteen

Clara Ganslandt

Formann

¹ EUT L 294 av 6.11.2013, s. 13.

² Forfatningsrettslige krav angitt.

Vedlegg 2

Europaparlaments- og rådsdirektiv 2013/50/EU av 22. oktober 2013 om endring av europaparlaments- og rådsdirektiv 2004/109/EF om harmonisering av innsynskrav med hensyn til opplysninger om utstedere av verdipapirer som er opptatt til notering på et regulert marked, europa- parlaments- og rådsdirektiv 2003/71/EF om det prospekt som skal offentliggjøres når verdipapirer legges ut til offentlig tegning eller opptas til notering og kommisjons- direktiv 2007/14/EF om fastsettelse av nærmere regler for gjennomføringen av visse bestemmelser i direktiv 2004/109/EF

EUROPAPARLAMENTET OG RÅDET FOR DEN
EUROPEISKE UNION HAR

under henvisning til traktaten om Den euro-
peiske unions virkemåte, særlig artikkel 50 og 114,
under henvisning til forslag fra Europakommi-
sjonen,

etter oversending av utkast til regelverksakt til
de nasjonale parlamentene,

under henvisning til uttalelse fra Den euro-
peiske sentralbank¹,

under henvisning til uttalelse fra Den euro-
peiske økonomiske og sosiale komité²,

etter den ordinære regelverksprosedyren³ og
ut fra følgende betraktninger:

- 1) I henhold til artikkel 33 i europaparlaments-
og rådsdirektiv 2004/109/EF⁴ skulle Kommi-
sjonen framlegge rapport for Europaparlamen-
tet og Rådet om anvendelsen av nevnte direk-
tiv, herunder om det var hensiktsmessig å
avvikle unntakene for eksisterende gjeldsin-
strumenter etter tiårsperioden omhandlet i
artikkel 30 nr. 4 i nevnte direktiv, og om even-
tuelle virkninger av anvendelsen av nevnte
direktiv på de europeiske finansmarkedene.

- 2) Kommisjonen vedtok 27. mai 2010 en rapport
om anvendelsen av direktiv 2004/109/EF, som
påviste områder der ordningen som ble inn-
ført ved nevnte direktiv, kunne forbedres. Rap-
porten viser særlig behovet for å forenkle
visse utstederes forpliktelser for å gjøre regu-
lerte markeder mer attraktive for små og mel-
lomstore utstedere som skal framskaffe kapi-
tal i Unionen. Dessuten må den gjeldende inn-
synsordningens effektivitet forbedres, særlig
med hensyn til offentliggjøring av foretakenes
eierforhold.

- 3) I sin melding av 13. april 2011 om en akt for
det indre marked om tolv tiltak for å stimulere
veksten og øke tilliten — «Felles innsats for å
skape ny vekst» påpekte Kommisjonen i tillegg
behovet for å gjennomgå direktiv 2004/109/
EF med sikte på å tilpasse forpliktelsene for
børsnoterte små og mellomstore bedrifter
bedre, samtidig som samme grad av investor-
vern opprettholdes.

- 4) I henhold til Kommisjonens rapport og Kom-
misjonens melding bør den administrative byr-
den forbundet med forpliktelsene som er knyt-
tet til opptak til handel på et regulert marked,
reduseres for små og mellomstore utstedere
for å forbedre deres tilgang til kapital. Plikten
til å offentliggjøre delårsredegjørelser eller
kvartalsrapporter utgjør en betydelig byrde
for mange små og mellomstore utstedere av
verdipapirer som er opptatt til handel på regu-

¹ EUT C 93 av 30.3.2012, s. 2.

² EUT C 143 av 22.5.2012, s. 78.

³ Europaparlamentets holdning av 12. juni 2013 (ennå ikke
offentliggjort i EUT) og rådsbeslutning av 17. oktober
2013.

⁴ EUT L 390 av 31.12.2004, s. 38.

lerte markeder, uten at dette er nødvendig for investorvernet. Disse pliktene oppmuntrer også til å legge vekt på kortsiktige resultater og ikke på langsiktige investeringer. For å fremme bærekraftig verdiskapning og langsiktige investeringsstrategier er det viktig å redusere det kortsiktige presset på utstedere og stimulere investorer til å ha et mer langsiktig perspektiv. Kravet om å offentliggjøre delårsredegjørelser bør derfor avskaffes.

- 5) Medlemsstater bør i sin nasjonale lovgivning ikke kunne pålegge krav om å offentliggjøre periodisk finansiell informasjon oftere enn årsrapporter eller halvårsrapporter. Medlemsstater bør imidlertid kunne kreve at utstedere offentliggjør periodisk finansiell informasjon dersom et slikt krav ikke utgjør en betydelig finansiell byrde, og dersom de nødvendige tilleggsopplysningene står i et rimelig forhold til faktorene som bidrar til investeringsbeslutninger. Dette direktiv berører ikke andre tilleggsopplysninger som kreves av Unionens sektorregelverk, og medlemsstatene kan særlig kreve at finansinstitusjoner offentliggjør ytterligere periodisk finansiell informasjon. Et regulert marked kan dessuten kreve at utstedere av verdipapirer som er opptatt til handel på dette markedet, offentliggjør ytterligere periodisk finansiell informasjon i alle eller noen av dette markedets segmenter.
- 6) For å sørge for ytterligere fleksibilitet og dermed redusere de administrative byrdene, bør fristen for å offentliggjøre halvårsrapporter forlenges til tre måneder etter utløpet av rapporteringsperioden. Ettersom perioden der utstedere kan offentliggjøre sine halvårsrapporter forlenges, forventes det at små og mellomstore utsteders rapporter får mer oppmerksomhet fra markedsdeltakerne, noe som innebærer at disse utstederne blir mer synlige.
- 7) For å gi bedre innsyn i betalinger foretatt til offentlige myndigheter, bør utstedere av verdipapirer som er opptatt til handel på et regulert marked og som driver virksomhet i utvinningsindustri eller skogsdrift i primærskoger, i en egen rapport og på årlig basis gi opplysninger om betalinger foretatt til offentlige myndigheter i statene der de driver virksomhet. Rapporten bør omfatte samme typer betaling som dem som offentliggjøres i forbindelse med utvinningsindustriens initiativ til økt åpenhet (EITI). Offentliggjøring av betalinger til offentlige myndigheter bør gi sivilsamfunnet og investorer opplysninger som gjør det mulig å holde

offentlige myndigheter i ressursrike stater ansvarlige for sine inntekter fra utnytting av naturressurser. Initiativet supplerer også Den europeiske unions handlingsplan for rettshåndheving, god forvaltningspraksis og handel i skogsektoren (FLEGT-initiativet) og bestemmelsene i europaparlaments- og rådsforordning (EU) nr. 995/2010 av 20. oktober 2010 om fastsettelse av forpliktelser for markedsdeltakere som bringer tømmer og treprodukter i omsetning⁵, som krever at forhandlere av treprodukter viser behørig aktsomhet for å hindre at ulovlig trevirke kommer inn på unionsmarkedet. Medlemsstatene bør sørge for at medlemmene av et foretaks ansvarlige organer, som handler innenfor rammen av den myndighet de er gitt ved nasjonal lovgivning, har ansvar for å sikre at rapporten om betalinger til offentlige myndigheter, så langt de kjenner til, er utarbeidet i samsvar med kravene i dette direktiv. De detaljerte kravene er definert i kapittel 10 i europaparlaments- og rådsdirektiv 2013/34/EU av 26. juni 2013 om årsregnskaper, konsernregnskaper og tilhørende rapporter for visse typer foretak⁶.

- 8) Når det gjelder innsyn og investorvern, bør medlemsstatene kreve at følgende prinsipper får anvendelse ved rapportering om betalinger til offentlige myndigheter i samsvar med kapittel 10 i direktiv 2013/34/EU: vesentlighet (betalingene, enten de foretas enkeltvis eller som en serie tilknyttede betalinger, trenger ikke medtas i rapporten dersom de ikke overskrider 100 000 euro i løpet av et regnskapsår), rapportering for hver offentlig myndighet og hvert prosjekt (rapportering om betalinger til offentlige myndigheter skal skje for hver offentlig myndighet og hvert prosjekt), allmenngyldighet (det gjøres ingen unntak, for eksempel for utstedere som driver virksomhet i visse stater, som har vridende virkning og gjør det mulig for utstedere å utnytte mindre strenge innsynskrav) og fullstendighet (alle relevante betalinger til offentlige myndigheter skal rapporteres i henhold til kapittel 10 i direktiv 2013/34/EU og tilhørende betraktninger).
- 9) Økonomisk nyskaping har ført til opprettelse av nye typer finansielle instrumenter som gir investorer økonomisk eksponering overfor selskaper, men offentliggjøring av slike opplysninger er ikke fastsatt i direktiv 2004/109/EF.

⁵ EUT L 295 av 12.11.2010, s. 23.

⁶ EUT L 182 av 29.6.2013, s. 19.

Disse instrumentene kan benyttes til hemmelig erverv av aksjer i selskaper, noe som kan føre til markedsmissbruk og gi et falskt og villedende bilde av eierskapet i børsnoterte selskaper. For å sikre at utstedere og investorer har fullstendig kunnskap om foretakets eierstruktur, bør definisjonen av finansielle instrumenter i nevnte direktiv omfatte alle instrumenter med lignende økonomisk virkning som det å inneha aksjer og ha rett til å erverve aksjer.

- 10) Finansielle instrumenter med lignende økonomisk virkning som det å inneha aksjer og ha rett til å erverve aksjer, og som gir mulighet for finansielt oppgjør, bør beregnes på «deltajustert» grunnlag ved å multiplisere det nominelle antallet underliggende aksjer med instrumentets deltaverdi. Deltaverdien angir hvor mye et finansielt instruments teoretiske verdi vil utvikle seg ved endring i det underliggende instrumentets pris og gir et nøyaktig bilde av innehaverens eksponering i det underliggende instrumentet. Denne metoden benyttes for å sikre at opplysningene om det samlede antall stemmeretter som er tilgjengelig for investoren, er så nøyaktige som mulig.
- 11) For å sikre tilstrekkelig innsyn i betydelige eierandeler bør det dessuten, når en innehaver av finansielle instrumenter utøver sin rett til å erverve aksjer og det samlede innehav av stemmeretter som er knyttet til de underliggende aksjene, overskrider terskelen for melding uten å påvirke den samlede prosentdel av de tidligere meldte eierandeler, kreves en ny melding for å offentliggjøre endringen i eierandelenes karakter.
- 12) En harmonisert ordning for melding av betydelige innehav av stemmeretter, særlig når det gjelder sammenlegging av aksjeinnehav med innehav av finansielle instrumenter, bør forbedre rettssikkerheten, øke innsynet og redusere den administrative byrden for investorer som driver virksomhet over landegrensene. Medlemsstatene bør derfor ikke tillates å vedta strengere regler enn dem som er fastsatt i direktiv 2004/109/EF om beregning av terskler for meldinger, sammenlegging av innehav av stemmeretter knyttet til aksjer med innehav av stemmeretter knyttet til finansielle instrumenter, og unntak fra meldingskravene. Tatt i betraktning eksisterende forskjeller i eierskapskonsentrasjonen i Unionen og ulikheter i selskapsretten i Unionen, som gjør at det samlede antall aksjer er forskjellig fra det samlede antall stemmeretter for visse utstedere, bør imidlertid medlemsstatene fortsatt

kunne tillates å fastsette både lavere og ytterligere terskler for melding av innehav av stemmeretter, og å kreve tilsvarende meldinger når det gjelder terskler basert på kapitalinnehav. Dessuten bør medlemsstatene fortsatt kunne tillates å fastsette strengere forpliktelser enn dem som er fastsatt i direktiv 2004/109/EF, med hensyn til innhold (for eksempel opplysninger om aksjeeieres intensjoner), framgangsmåte og tidspunkt for meldinger, og å kunne kreve ytterligere opplysninger om betydelige eierandeler som ikke er fastsatt i direktiv 2004/109/EF. Medlemsstatene bør også fortsatt kunne anvende lover eller forskrifter vedtatt i forbindelse med overtakelsestilbud, fusjonstransaksjoner og andre transaksjoner som påvirker eierskapet til eller kontrollen over selskaper under tilsyn av myndigheter utnevnt av medlemsstatene i henhold til artikkel 4 i europaparlaments- og rådsdirektiv 2004/25/EF av 21. april 2004 om overtakelsestilbud⁷, som stiller strengere krav til offentliggjøring enn dem i direktiv 2004/109/EF.

- 13) Tekniske standarder bør sikre ensartet harmonisering av ordningen for melding av betydelige eierandeler og tilstrekkelige innsynsnivåer. Det vil være både effektivt og hensiktsmessig å gi Den europeiske verdipapir- og markedstilsynsmyndighet (ESMA), opprettet ved europaparlaments- og rådsforordning (EU) nr. 1095/2010⁸, i oppgave å utarbeide utkast til tekniske reguleringsstandarder som ikke innebærer politiske valg, til framlegging for Kommisjonen. Kommisjonen bør vedta tekniske reguleringsstandarder utarbeidet av ESMA for å angi vilkårene for anvendelse av eksisterende unntak fra meldingskravet for betydelige innehav av stemmeretter. Gjennom å benytte sin sakkunnskap bør ESMA særlig fastsette unntakstilfellene, samtidig som det tas hensyn til mulig misbruk for å omgå meldingskravene.
- 14) For å ta hensyn til den tekniske utviklingen bør myndigheten til å vedta rettsakter i samsvar med artikkel 290 i traktaten om Den europeiske unions virkemåte delegeres til Kommisjonen for å angi innholdet i meldinger om betydelige innehav av finansielle instrumenter. Det er særlig viktig at Kommisjonen holder hensiktsmessige samråd under sitt forberedende arbeid, herunder på ekspertnivå. Kommisjonen bør ved forberedelse og utarbeiding

⁷ EUT L 142 av 30.4.2004, s. 12.

⁸ EUT L 331 av 15.12.2010, s. 84.

av delegerte rettsakter sikre at relevante dokumenter oversendes Europaparlamentet og Rådet samtidig, til rett tid og på en egnet måte.

- 15) For å fremme investering over landegrensene bør investorer enkelt få tilgang til obligatoriske opplysninger for alle børsnoterte selskaper i Unionen. Det eksisterende nettverk av offisielt utpekte nasjonale ordninger for sentral lagring av obligatoriske opplysninger sikrer imidlertid ikke enkel søking etter slike opplysninger i hele Unionen. For å sikre tilgang til opplysninger på tvers av landegrensene og ta hensyn til den tekniske utviklingen i finansmarkedene og innenfor kommunikasjonsteknologien, bør myndigheten til å vedta rettsakter i samsvar med artikkel 290 i traktaten om Den europeiske unions virkemåte delegeres til Kommisjonen for å angi minstestandarder for spredning av obligatoriske opplysninger, tilgang til obligatoriske opplysninger på unionsplan og ordninger for sentral lagring av obligatoriske opplysninger. Kommisjonen, med bistand fra ESMA, bør også gis myndighet til å treffe tiltak for å forbedre virkemåten til nettverket av offisielt utpekte nasjonale ordninger for lagring og å utvikle tekniske kriterier for tilgang til obligatoriske opplysninger på unionsplan, særlig om anvendelsen av et sentralt tilknytningspunkt for søking etter obligatoriske opplysninger på unionsplan. ESMA bør utvikle og drive en nettportal som fungerer som et europeisk elektronisk tilknytningspunkt (heretter kalt «tilknytningspunktet»).
- 16) For å forbedre overholdelsen av kravene i direktiv 2004/109/EF og følge opp kommisjonsmeldingen av 9. desember 2010 om styrking av sanksjonsordningene i finanssektoren, bør sanksjonsmyndigheten styrkes og oppfylle visse grunnleggende krav når det gjelder mottakere, kriterier som skal tas i betraktning ved anvendelse av en administrativ sanksjon eller et forvaltningsmessig tiltak, sentrale sanksjonsmuligheter og nivåer på administrative økonomiske sanksjoner. Denne sanksjonsmyndigheten bør minst kunne anvendes ved brudd på sentrale bestemmelser i direktiv 2004/109/EF. Medlemsstatene bør også kunne anvende dem i andre situasjoner. Medlemsstatene bør særlig sørge for at administrative sanksjoner og forvaltningsmessige tiltak som kan anvendes, omfatter muligheten til å ilegge økonomiske sanksjoner som er tilstrekkelig strenge til å virke avskrekkende. Ved overtredelser begått av juridiske personer bør medlemsstatene kunne tillate anvendelse av

sanksjoner mot medlemmer av den berørte juridiske persons administrasjons-, ledelses- eller kontrollorganer eller andre personer som kan holdes ansvarlige for overtredelsene i henhold til vilkårene fastsatt i nasjonal lovgivning. Medlemsstatene bør også kunne tillate suspensjon av, eller muligheten til midlertidig oppheving av, utøvelsen av stemmeretter for innehavere av aksjer og finansielle instrumenter som ikke overholder meldingskravene. Medlemsstatene bør kunne fastsette at midlertidig oppheving av stemmeretter bare anvendes på de mest alvorlige overtredelsene. Direktiv 2004/109/EF bør vise til både administrative sanksjoner og forvaltningsmessige tiltak for å omfatte alle tilfeller av manglende overholdelse, uansett om de betegnes som en sanksjon eller et tiltak i henhold til nasjonal lovgivning, og bør ikke berøre bestemmelser i medlemsstatenes lovgivning om strafferettslige sanksjoner.

Medlemsstatene bør kunne fastsette ytterligere sanksjoner eller tiltak og strengere økonomiske sanksjoner enn dem som er fastsatt i direktiv 2004/109/EF, med tanke på behovet for tilstrekkelig avskrekkende sanksjoner for å støtte ordentlige og åpne markeder. Bestemmelsene om sanksjoner og bestemmelsene om offentliggjøring av administrative sanksjoner skaper ikke presedens for annet unionsregelverk, særlig ikke for mer alvorlige lovovertridelser.

- 17) For å sikre at beslutninger om å anvende forvaltningsmessige tiltak eller sanksjoner har avskrekkende virkning på allmennheten, bør de normalt offentliggjøres. Offentliggjøring av beslutninger er også et viktig verktøy for å informere markedsdeltakere om hvilken atferd som anses å være en overtredelse av direktiv 2004/109/EF, og for å fremme generelt god atferd blant markedsdeltakere. Der som offentliggjøringen av en beslutning kan utgjøre en alvorlig trussel mot finanssystemets stabilitet eller en pågående offisiell etterforskning, eller, i den grad dette kan fastslås, påføre de berørte institusjonene eller personene uforholdsmessig stor skade, eller dersom, i tilfelle sanksjonene ilegges en fysisk person, offentliggjøringen av personopplysninger viser seg å være urimelig etter en obligatorisk forhåndsvurdering av rimeligheten ved en slik offentliggjøring, bør imidlertid vedkommende myndighet kunne beslutte å utsette en slik offentliggjøring eller å offentliggjøre opplysningene i anonymisert form.

- 18) For å tydeliggjøre behandlingen av unoterte verdipapirer representert ved depotbevis som er opptatt til handel på et regulert marked, og for å unngå mangelfullt innsyn, bør definisjonen av «utsteder» spesifiseres ytterligere for å omfatte utstedere av unoterte verdipapirer representert ved depotbevis som er opptatt til handel på et regulert marked. Definisjonen av «utsteder» bør dessuten endres for å ta hensyn til det faktum at utstedere av verdipapirer som er opptatt til handel på et regulert marked, i visse medlemsstater kan være fysiske personer.
- 19) For en utsteder fra tredjestat av gjeldsinstrumenter hvis pålydende verdi per enhet er mindre enn 1 000 euro, eller av aksjer, er utstederens hjemstat, i henhold til direktiv 2004/109/EF, medlemsstaten nevnt i artikkel 2 nr. 1 bokstav m) iii) i europaparlaments- og rådsdirektiv 2003/71/EF⁹. For å tydeliggjøre og forenkle bestemmelsen av hjemstaten til slike utstedere fra tredjestat, bør definisjonen av denne termen endres for å fastsette at hjemstaten skal være medlemsstaten som utstederen har valgt blant medlemsstatene der dens verdipapirer er opptatt til handel på et regulert marked.
- 20) Alle utstedere av verdipapirer som er opptatt til handel på et regulert marked i Unionen, bør underlegges tilsyn av en vedkommende myndighet i en medlemsstat for å sikre at de overholder sine forpliktelser. Utstedere som i henhold til direktiv 2004/109/EF må velge sin hjemstat, men som ikke har gjort det, kan unngå tilsyn av en vedkommende myndighet i Unionen. Direktiv 2004/109/EF bør derfor endres slik at det fastsettes en hjemstat for utstedere som ikke har opplyst vedkommende myndigheter om sitt valg av hjemstat i løpet av en tremånedersperiode. I slike tilfeller bør hjemstaten være medlemsstaten der utstederens verdipapirer er opptatt til handel på et regulert marked. Dersom verdipapirene er opptatt til handel på et regulert marked i mer enn én medlemsstat, vil alle disse medlemsstatene være hjemstater inntil utstederen velger og opplyser om én enkelt hjemstat. Dette kan oppmuntre utstedere til å velge hjemstat og opplyse berørte vedkommende myndigheter om sitt valg, og i mellomtiden vil vedkommende myndigheter ikke lenger mangle den nødvendige myndighet til å gripe inn inntil en utsteder har opplyst om sitt valg av hjemstat.
- 21) For en utsteder av gjeldsinstrumenter hvis pålydende verdi per enhet er 1 000 euro eller mer, er utstederens valg av hjemstat gyldig i tre år i henhold til direktiv 2004/109/EF. Dersom en utstaders verdipapirer ikke lenger er opptatt til handel på et regulert marked i utstederens hjemstat, men fortsatt er opptatt til handel i en eller flere vertsstater, har imidlertid en slik utsteder ingen forbindelse med den opprinnelig valgte hjemstaten, når dette ikke er medlemsstaten til utstederens forretningskontor. En slik utsteder bør kunne velge en av sine vertsstater eller medlemsstaten der utstederen har sitt forretningskontor, som ny hjemstat før utløpet av treårsperioden. Den samme muligheten til å velge en ny hjemstat vil også gjelde for en utsteder fra tredjestat av gjeldsinstrumenter hvis pålydende verdi per enhet er mindre enn 1 000 euro, eller av aksjer hvis verdipapirer ikke lenger er opptatt til handel på et regulert marked i utstederens hjemstat, men fortsatt er opptatt til handel i en eller flere vertsstater.
- 22) Det bør være samsvar mellom direktiv 2004/109/EF og 2003/71/EF med hensyn til definisjonen av hjemstat. For å sikre at det er den mest relevante medlemsstaten som fører tilsyn, bør derfor direktiv 2003/71/EF endres for å gi større fleksibilitet i situasjoner der verdipapirene til en utsteder med forretningskontor i en tredjestat, ikke lenger er opptatt til handel på et regulert marked i utstederens hjemstat, men i stedet er opptatt til handel i en eller flere andre medlemsstater.
- 23) Kommisjonsdirektiv 2007/14/EF¹⁰ inneholder særlig regler for melding av utstaders valg hjemstat. Disse reglene bør innlemmes i direktiv 2004/109/EF. For å sikre at vedkommende myndigheter i vertsstaten(e) og i medlemsstaten der utstederen har sitt forretningskontor, dersom denne medlemsstaten verken er hjemstat eller vertsstat, underrettes om utstederens valg av hjemstat, bør alle utstedere pålegges å meddele sitt valg av hjemstat til vedkommende myndighet i hjemstaten, vedkommende myndigheter i alle vertsstatene og vedkommende myndighet i medlemsstaten der utstederen har sitt forretningskontor, dersom denne er en annen enn hjemstaten. Reglene for melding av valg av hjemstat bør derfor endres.
- 24) Kravet i henhold til direktiv 2004/109/EF om offentliggjøring av nye utstedelser av lån har

⁹ EUT L 345 av 31.12.2003, s. 64.

¹⁰ EUT L 69 av 9.3.2007, s. 27.

ført til mange praktiske gjennomføringsproblemer, og anvendelsen av kravet anses som komplisert. Dessuten overlapper dette kravet delvis kravene fastsatt i direktiv 2003/71/EF og europaparlaments- og rådsdirektiv 2003/6/EF av 28. januar 2003 om innsidehandel og markedsmanipulering (markedsmissbruk)¹¹, og det gir heller ikke markedet mange tilleggsopplysninger. For å minske den unødvendige administrative byrden for utstedere bør dette kravet derfor avskaffes.

- 25) Kravet om at en utsteder skal underrette vedkommende myndigheter i hjemstaten om eventuelle endringer av sine stiftelsesdokumenter eller vedtekter, overlapper tilsvarende krav i henhold til europaparlaments- og rådsdirektiv 2007/36/EF av 11. juli 2007 om utøvelsen av visse rettigheter for aksjeeiere i børsnoterte selskaper¹² og kan føre til forvirring om vedkommende myndigheters rolle. For å minske den unødvendige administrative byrden for utstedere bør dette kravet derfor avskaffes.
- 26) Et harmonisert elektronisk format for rapportering vil være svært fordelaktig for utstedere, investorer og vedkommende myndigheter ettersom det vil gjøre rapporteringen enklere og lette tilgangen til, analyseringen og sammenligningen av årsrapporter. Derfor bør utarbeidningen av årsrapportene i et felles elektronisk rapporteringsformat være obligatorisk med virkning fra 1. januar 2020, forutsatt at ESMA har utført en nytte- og kostnadsanalyse. ESMA bør utvikle utkast til tekniske reguleringsstandarter, som vedtas av Kommisjonen, for å angi det elektroniske rapporteringsformatet, med behørig henvisning til nåværende og framtidige teknologiske alternativer, som eXtensible Business Reporting Language (XBRL). ESMA bør under utarbeidningen av utkast til tekniske reguleringsstandarter gjennomføre åpne offentlige høringer for alle berørte parter, foreta en grundig vurdering av mulige virkninger av vedtakelse av ulike teknologiske alternativer og gjennomføre hensiktsmessig prøving i medlemsstater, som det avlegges rapport om til Kommisjonen når utkastene til tekniske reguleringsstandarter oversendes. Under utviklingen av utkast til tekniske reguleringsstandarter for formatene som skal anvendes for banker og finansformidlere samt forsikringsselskaper, bør ESMA samarbeide regelmessig og nært med Den

europaiske tilsynsmyndighet (Den europeiske banktilsynsmyndighet), opprettet ved europaparlaments- og rådsforordning (EU) nr. 1093/2010¹³, og med Den europeiske tilsynsmyndighet (Den europeiske myndighet for forsikring og tjenstepensjoner), opprettet ved europaparlaments- og rådsforordning (EU) nr. 1094/2010¹⁴, for å ta hensyn til disse sektorenes særpreg, sikre sammenheng i arbeidet på tvers av sektorer og komme fram til felles standpunkter. Europaparlamentet og Rådet bør kunne ha innvendinger mot de tekniske reguleringsstandardene i henhold til artikkel 13 nr. 3 i forordning (EU) nr. 1095/2010, og i så fall bør disse standardene ikke tre i kraft.

- 27) Europaparlaments- og rådsdirektiv 95/46/EF av 24. oktober 1995 om vern av fysiske personer i forbindelse med behandling av personopplysninger og om fri utveksling av slike opplysninger¹⁵ og europaparlaments- og rådsforordning (EF) nr. 45/2001 av 18. desember 2000 om personvern i forbindelse med behandling av personopplysninger i Fellesskapets institusjoner og organer og om fri utveksling av slike opplysninger¹⁶ får full anvendelse på behandlingen av personopplysninger i dette direktiv.
- 28) Dette direktiv er forenlig med de grunnleggende rettigheter og de prinsipper som er anerkjent i Den europeiske unions pakt om grunnleggende rettigheter, slik de er nedfelt i traktaten, og må gjennomføres i samsvar med disse rettigheter og prinsipper.
- 29) Ettersom målet for dette direktiv, som er å harmonisere innsynskrav med hensyn til opplysninger om utstedere av verdipapirer som er opptatt til handel på et regulert marked, ikke kan nås i tilstrekkelig grad av medlemsstatene og derfor på grunn av direktivets omfang og virkninger bedre kan nås på unionsplan, kan Unionen treffe tiltak i samsvar med nærhetsprinsippet som fastsatt i artikkel 5 i traktaten om Den europeiske union. I samsvar med forholdsmessighetsprinsippet fastsatt i nevnte artikkel går dette direktiv ikke lenger enn det som er nødvendig for å nå dette målet.
- 30) I samsvar med den felles politiske erklæringen fra medlemsstatene og Kommisjonen av 28. september 2011 om forklarende dokumenter¹⁷

¹¹ EUT L 96 av 12.4.2003, s. 16.

¹² EUT L 184 av 14.7.2007, s. 17.

¹³ EUT L 331 av 15.12.2010, s. 12.

¹⁴ EUT L 331 av 15.12.2010, s. 48.

¹⁵ EFT L 281 av 23.11.1995, s. 31.

¹⁶ EFT L 8 av 12.1.2001, s. 1.

¹⁷ EUT C 369 av 17.12.2011, s. 14.

har medlemsstatene forpliktet seg til at underretningen om innarbeidingstiltakene i berettigede tilfeller skal følges av ett eller flere dokumenter som forklarer sammenhengen mellom et direktivs bestanddeler og de tilsvarende delene av de nasjonale innarbeidingsdokumentene. Med hensyn til dette direktiv anser regelgiveren at oversendingen av slike dokumenter er berettiget.

31) Direktiv 2004/109/EF, 2003/71/EF og 2007/14/EF bør derfor endres.

VEDTATT DETTE DIREKTIV:

Artikkel 1

Endringer i direktiv 2004/109/EF

I direktiv 2004/109/EF gjøres følgende endringer:

1) I artikkel 2 gjøres følgende endringer:

a) I nr. 1 gjøres følgende endringer:

i) Bokstav d) skal lyde:

«d) «utsteder» en fysisk person eller et offentlig- eller privatrettslig rettssubjekt, herunder en stat, hvis verdipapirer er opptatt til handel på et regulert marked.

I tilfelle av depotbevis opptatt til handel på et regulert marked, er utstederen den som har utstedt de verdipapirene som depotbeviset representerer, uansett om disse verdipapirene er opptatt til handel på et regulert marked eller ikke.»

ii) I bokstav i) gjøres følgende endringer:

i) I punkt i) skal annet strekpunkt lyde:

«—dersom utstederen har sitt forretningskontor i en tredjestat, den medlemsstat utstederen har valgt blant medlemsstatene der utstederens verdipapirer er opptatt til handel på et regulert marked. Valget av hjemstat skal gjelde med mindre utstederen har valgt en ny hjemstat i henhold til punkt iii) og har opplyst om sitt valg i samsvar med annet ledd i denne bokstav.»

ii) Punkt ii) skal lyde:

«ii) for alle utstedere som ikke er nevnt i punkt i), den medlemsstat utstederen har valgt blant den medlemsstat der utstederen har sitt forretningskontor, dersom det er relevant, og de med-

lemsstater der utstederens verdipapirer er opptatt til handel på et regulert marked. Utstederen kan velge bare én medlemsstat som hjemstat. Dette valget skal gjelde i minst tre år, med mindre utstederens verdipapirer ikke lenger er opptatt til handel på et regulert marked i Unionen, eller med mindre utstederen blir omfattet av punkt i) eller iii) i løpet av treårsperioden.»

iii) Nytt punkt skal lyde:

«iii) for en utsteder hvis verdipapirer ikke lenger er opptatt til handel på et regulert marked i hjemstaten som definert i punkt i) annet strekpunkt eller i punkt ii), men i stedet er opptatt til handel i en eller flere andre medlemsstater, den nye medlemsstat utstederen velger blant de medlemsstater der utstederens verdipapirer er opptatt til handel på et regulert marked, og, dersom det er relevant, medlemsstaten der utstederen har sitt forretningskontor.»

iv) Følgende nye avsnitt skal lyde:

«En utsteder skal offentliggjøre sin hjemstat som nevnt i punkt i), ii) eller iii) i samsvar med artikkel 20 og 21. I tillegg skal en utsteder opplyse om sin hjemstat til vedkommende myndighet i medlemsstaten der utstederen har sitt forretningskontor, dersom det er relevant, til vedkommende myndighet i hjemstaten og til vedkommende myndigheter i alle vertsstater.

Dersom utstederen ikke offentliggjør sin hjemstat som definert i punkt i) annet strekpunkt eller i punkt ii) innen en frist på tre måneder fra datoen da utstederens verdipapirer første gang blir opptatt til handel på et regulert marked, skal hjemstaten være medlemsstaten der utstederens verdipapirer er opptatt til handel på et regulert marked. Dersom utstederens verdipapirer er opptatt til handel på regulerte markeder som ligger i eller driver virksomhet i mer enn én medlemsstat, skal disse medlemsstatene være utstederens hjemstater inntil utstederen har valgt én enkelt hjemstat og offentliggjort dette.

For en utsteder hvis verdipapirer allerede er opptatt til handel på et regu-

lert marked, og hvis valg av hjemstat som nevnt i punkt i) annet strekpunkt eller i punkt ii), ikke er blitt offentliggjort før 27. november 2015, skal perioden på tre måneder begynne 27. november 2015.

En utsteder som har valgt hjemstat som nevnt i punkt i) annet strekpunkt eller i punkt ii) eller iii), og som har opplyst vedkommende myndighet i hjemstaten om sitt valg før 27. november 2015, skal unntas fra kravet i annet ledd i denne bokstav, med mindre denne utsteder velger en annen hjemstat etter 27. november 2015.»

iii) Ny bokstav skal lyde:

«q) «formell avtale» en avtale som er bindende i henhold til gjeldende lovgivning.»

b) Nytt nummer skal lyde:

«2a. Alle henvisninger til juridiske personer i dette direktiv skal anses for å omfatte registrerte sammenslutninger av foretak uten status som juridisk person og truster.»

2) I artikkel 3 gjøres følgende endringer:

a) Nr. 1 skal lyde:

«1. Hjemstaten kan stille strengere krav til en utsteder enn dem som er fastsatt i dette direktiv, men den kan ikke kreve at utstedere offentliggjør periodisk finansiell informasjon oftere enn årsrapportene nevnt i artikkel 4 og halvårsrapportene nevnt i artikkel 5.»

b) Nytt nummer skal lyde:

«1a. Som unntak fra nr. 1 kan hjemstatene kreve at utstedere offentliggjør ytterligere periodisk finansiell informasjon oftere enn årsrapportene nevnt i artikkel 4 og halvårsrapportene nevnt i artikkel 5, når følgende vilkår er oppfylt:

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

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

– Dette berører ikke medlemsstatenes mulighet til å kreve at utstedere som er finansinstitusjoner, offentliggjør ytterligere periodisk finansiell informasjon.

– Hjemstaten kan ikke stille strengere krav til en aksjeeier eller en fysisk person eller et rettssubjekt som er nevnt i artikkel 10 eller 13, enn dem som er fastsatt i dette direktiv, unntatt når

i) det fastsettes lavere eller ytterligere terskler for melding enn dem som er fastsatt i artikkel 9 nr. 1, og det kreves tilsvarende meldinger for terskler basert på kapitalinnhav,

ii) det anvendes strengere krav enn dem som er nevnt i artikkel 12, eller

iii) det anvendes lover eller forskrifter vedtatt i forbindelse med overtakelsestilbud, fusjonstransaksjoner og andre transaksjoner som påvirker eierskapet til eller kontrollen over selskaper som er underlagt tilsynsmyndigheter utpekt av medlemsstatene i henhold til artikkel 4 i europaparlaments- og rådsdirektiv 2004/25/EF av 21. april 2004 om overtakelsestilbud.¹⁸

3) I artikkel 4 gjøres følgende endringer:

a) Nr. 1 skal lyde:

«1. Utstederen skal offentliggjøre sin årsrapport senest fire måneder etter utgangen av hvert regnskapsår og sørge for at den er offentlig tilgjengelig i minst ti år.»

b) Nytt nummer skal lyde:

«7. Med virkning fra 1. januar 2020 skal alle årsrapporter utarbeides i et felles elektronisk rapporteringsformat, forutsatt at Den europeiske verdipapir- og mar-

¹⁸ EUT L 142 av 30.4.2004, s. 12.»

kedstilsynsmyndighet (ESMA), opprettet ved europaparlaments- og rådsforordning (EU) nr. 1095/2010¹⁹, har utført en nytte- og kostnadsanalyse.

ESMA skal utarbeide utkast til tekniske reguleringsstandarter for å angi det elektroniske rapporteringsformatet, med behørig henvisning til nåværende og framtidige teknologiske alternativer. Før utkastene til tekniske reguleringsstandarter vedtas, skal ESMA foreta en egnet vurdering av mulige elektroniske rapporteringsformater og utføre hensiktsmessige prøvinger i felten. ESMA skal framlegge disse utkastene til tekniske reguleringsstandarter for Kommisjonen senest 31. desember 2016.

Kommisjonen skal gis myndighet til å vedta de tekniske reguleringsstandarterne nevnt i annet ledd i samsvar med artikkel 10-14 i forordning (EU) nr. 1095/2010.²⁰

4) Artikkel 5 nr. 1 skal lyde:

«1. En utsteder av aksjer eller gjeldsinstrumenter skal offentliggjøre en halvårsrapport for regnskapsårets første seks måneder så snart som mulig, men senest tre måneder etter utløpet av den aktuelle perioden. Utstederen skal sørge for at halvårsrapporten forblir tilgjengelig for offentligheten i minst ti år.»

5) Artikkel 6 skal lyde:

«Artikkel 6

Rapportering om betalinger til offentlige myndigheter

Medlemsstatene skal kreve at utstedere som driver virksomhet innen utvinningsindustri eller skogsdrift i primærskoger, som definert i artikkel 41 nr. 1 og 2 i europaparlaments- og rådsdirektiv 2013/34/EU av 26. juni 2013 om årsregnskaper, konsernregnskaper og tilhørende rapporter for visse typer foretak, om endring av europaparlaments- og rådsdirektiv 2006/43/EF og om oppheving av rådsdirektiv 78/660/EØF og 83/349/EØF,²¹ hvert år utarbeider, i samsvar med kapittel 10 i nevnte direktiv, en rapport om betalinger foretatt til offentlige myndigheter. Rapporten skal offentliggjøres senest seks måneder etter utgangen av hvert regnskapsår og være offentlig til-

gjengelig i minst ti år. Betalinger til offentlige myndigheter skal rapporteres på konsernnivå.

6) I artikkel 8 gjøres følgende endringer:

a) Nr. 1 skal lyde:

«1. Artikkel 4 og 5 får ikke anvendelse på følgende utstedere:

a) en stat, en stats regionale eller lokale myndigheter, internasjonale offentlige organer som minst én medlemsstat er medlem av, Den europeiske sentralbank (ESB), Det europeiske finansielle stabiliseringsfond (EFSF), opprettet ved EFSF-rammeavtalen, og andre ordninger opprettet med det mål å bevare Den økonomiske og monetære unions økonomiske stabilitet ved å tilby midlertidig finansiell bistand til medlemsstater som har euro som sin valuta, samt medlemsstatenes nasjonale sentralbanker, uansett om de utsteder aksjer eller andre verdipapirer, og

b) en utsteder som bare utsteder gjeldsinstrumenter som er opptatt til handel på et regulert marked, hvis pålydende verdi per enhet er minst 100 000 euro, eller, for gjeldsinstrumenter i en annen valuta enn euro, hvis pålydende verdi per enhet tilsvarer minst 100 000 euro på utstedelsesdagen.»

b) Nr. 4 skal lyde:

«4. Som unntak fra nr. 1 bokstav b) i denne artikkel får artikkel 4 og 5 ikke anvendelse på utstedere som utelukkende utsteder gjeldsinstrumenter hvis pålydende verdi per enhet er minst 50 000 euro, eller, for gjeldsinstrumenter i en annen valuta enn euro, hvis pålydende verdi per enhet tilsvarer minst 50 000 euro på utstedelsesdagen, og som allerede er opptatt til handel på et regulert marked i Unionen før 31. desember 2010, så lenge slike gjeldsinstrumenter fortsatt er utestående.»

7) I artikkel 9 gjøres følgende endringer:

a) Nr. 6 skal lyde:

«6. Denne artikkel får ikke anvendelse på stemmeretter som inngår i handelsporteføljen, som definert i artikkel 11 i europaparlaments- og rådsdirektiv 2006/49/EF av 14. juni 2006 om verdipapirforetaks og kredittinstitusjoners kapitaldekningsgrad²², til en kredittin-

¹⁹ EUT L 331 av 15.12.2010, s. 84.»

²⁰ EUT L 331 av 15.12.2010, s. 84.»

²¹ EUT L 182 av 29.6.2013, s. 19.»

stitusjon eller et verdipapirforetak, forutsatt at

- a) stemmerettene som inngår i handelsporteføljen, ikke overstiger 5 %, og
- b) stemmerettene som er knyttet til aksjer som inngår i handelsporteføljen, ikke utøves eller på annen måte anvendes til å gripe inn i utstederens ledelse.

b) Følgende nye numre skal lyde:

«6a. Denne artikkel får ikke anvendelse på stemmeretter knyttet til aksjer som er ervervet for stabiliseringsformål i samsvar med kommisjonsforordning (EF) nr. 2273/2003 av 22. desember 2003 om gjennomføring av europaparlaments- og rådsdirektiv 2003/6/EF med hensyn til unntak for tilbakekjøpsprogrammer og stabilisering av finansielle instrumenter²³, forutsatt at stemmerettene som er knyttet til disse aksjene, ikke utøves eller på annen måte anvendes til å gripe inn i utstederens ledelse.

6b. ESMA skal utarbeide utkast til tekniske reguleringsstandarter for å angi metoden for beregning av terskelen på 5 % nevnt i nr. 5 og 6, også når det gjelder konserner, samtidig som det tas hensyn til artikkel 12 nr. 4 og 5.

ESMA skal framlegge disse utkastene til tekniske reguleringsstandarter for Kommisjonen innen 27. november 2014.

Kommisjonen delegeres myndighet til å vedta de tekniske reguleringsstandardene nevnt i første ledd i samsvar med artikkel 10-14 i forordning (EU) nr. 1095/2010.

8) I artikkel 12 nr. 2 skal innledende tekst lyde:

«Meldingen til utstederen skal gis straks, men senest innen fire handelsdager etter datoen da aksjeeieren, eller den fysiske person eller rettssubjektet nevnt i artikkel 10,».

9) I artikkel 13 gjøres følgende endringer:

a) Nr. 1 skal lyde:

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

a) finansielle instrumenter som ved forfall gir innehaveren, i henhold til

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

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

Meldingen som kreves, skal omfatte en oppdeling etter type finansielle instrumenter som innehas i samsvar med bokstav a), og finansielle instrumenter som innehas i samsvar med bokstav b) i nevnte ledd, der det skilles mellom finansielle instrumenter som gir rett til fysisk oppgjør, og finansielle instrumenter som gir rett til finansielt oppgjør.»

b) Følgende nye numre skal lyde:

«1a. Antallet stemmeretter skal beregnes med henvisning til det totale nominelle antallet aksjer som ligger til grunn for det finansielle instrumentet, med mindre det finansielle instrumentet utelukkende gir mulighet for finansielt oppgjør, for i så fall skal antallet stemmeretter beregnes på «deltajustert» grunnlag ved å multiplisere det nominelle antallet underliggende aksjer med instrumentets deltaverdi. Innehaveren skal derfor legge sammen og melde alle finansielle instrumenter som er knyttet til samme underliggende utsteder. Bare lange posisjoner skal tas i betraktning ved beregning av stemmeretter. Lange posisjoner skal ikke avregnes mot korte posisjoner knyttet til samme underliggende utsteder.

ESMA skal utarbeide utkast til tekniske reguleringsstandarter for å angi

a) metoden for å beregne antallet stemmeretter nevnt i første ledd for finansielle instrumenter knyttet til en gruppe av aksjer eller en indeks, og

b) metodene for å fastsette deltaverdien for å beregne stemmeretter knyttet til finansielle instrumenter som utelukkende gir mulighet for finansielt oppgjør, slik første ledd krever.

²² EUT L 177 av 30.6.2006, s. 201.»

²³ EUT L 336 av 23.12.2003, s. 33.»

ESMA skal framlegge disse utkastene til tekniske reguleringsstandarter for Kommisjonen innen 27. november 2014.

Kommisjonen delegeres myndighet til å vedta de tekniske reguleringsstandardene nevnt i annet ledd i dette nummer i samsvar med artikkel 10-14 i forordning (EU) nr. 1095/2010.

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

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

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

c) Nr. 2 skal lyde:

«2. Kommisjonen skal gis myndighet til å vedta, gjennom delegerte rettsakter i samsvar med artikkel 27 nr. 2a, 2b og 2c og med forbehold for vilkårene fastsatt i artikkel 27a og 27b, tiltak for å angi innholdet i meldingen som skal gis, meldingsperioden og hvem meldingen skal gis til, som nevnt i nr. 1.»

d) Nytt nummer skal lyde:

«4. Unntakene fastsatt i artikkel 9 nr. 4, 5 og 6 og i artikkel 12 nr. 3, 4 og 5 får tilsvarende anvendelse på meldingskravene i henhold til denne artikkel.

ESMA skal utarbeide utkast til tekniske reguleringsstandarter for å angi tilfellene der unntakene nevnt i første ledd får anvendelse på finansielle instrumenter som innehas av en fysisk person eller et rettssubjekt som utfører kundeordrer, eller som reagerer på en kundes anmodning om å handle annet enn for

egen regning, eller som sikrer posisjoner som følger av slike handler.

ESMA skal framlegge disse utkastene til tekniske reguleringsstandarter for Kommisjonen innen 27. november 2014.

Kommisjonen delegeres myndighet til å vedta de tekniske reguleringsstandardene nevnt i annet ledd i dette nummer i samsvar med artikkel 10-14 i forordning (EU) nr. 1095/2010.»

10) Ny artikkel skal lyde:

«Artikkel 13a

Sammenlegging

1. Meldingskravene fastsatt i artikkel 9, 10 og 13 får også anvendelse på en fysisk person eller et rettssubjekt når antallet stemmeretter som direkte eller indirekte innehas av en slik person eller et slikt rettssubjekt i henhold til artikkel 9 og 10, sammenlagt med antallet stemmeretter knyttet til finansielle instrumenter som direkte eller indirekte innehas i henhold til artikkel 13, når, overskrider eller faller under tersklene fastsatt i artikkel 9 nr. 1.

Meldingen som kreves i henhold til første ledd i dette nummer, skal omfatte en oppdeling av antallet stemmeretter knyttet til aksjer som innehas i samsvar med artikkel 9 og 10, og stemmeretter knyttet til finansielle instrumenter i henhold til artikkel 13.

2. Stemmeretter knyttet til finansielle instrumenter som allerede er meldt i samsvar med artikkel 13, skal det gis melding om på nytt dersom den fysiske personen eller rettssubjektet har ervervet de underliggende aksjene, og et slikt erverv fører til at det samlede antall stemmeretter knyttet til aksjer som er utstedt av den samme utstederen, når eller overskrider tersklene fastsatt i artikkel 9 nr. 1.»

11) Artikkel 16 nr. 3 oppheves.

12) I artikkel 19 nr. 1 oppheves annet ledd.

13) Artikkel 21 nr. 4 skal lyde:

«4. Kommisjonen skal gis myndighet til å vedta, gjennom delegerte rettsakter i samsvar med artikkel 27 nr. 2a, 2b og 2c og med forbehold for vilkårene fastsatt i artikkel 27a og 27b, tiltak for å angi følgende:

- a) minstestandarder for spredning av obligatoriske opplysninger, som nevnt i nr. 1,
- b) minstestandarder for ordninger for sentral lagring, som nevnt i nr. 2,
- c) regler for å sikre samvirkningsevne for informasjons- og kommunikasjonstekno-

logier som brukes av ordningene nevnt i nr. 2, og for tilgang til obligatoriske opplysninger på unionsplan, nevnt i nr. 2.

Kommisjonen kan også opprette og ajourføre en liste over medier for spredning av opplysninger til offentligheten.»

14) Ny artikkel skal lyde:

«Artikkel 21a

Europeisk elektronisk tilknytningspunkt

1. En nettportal som fungerer som et europeisk elektronisk tilknytningspunkt, skal opprettes innen 1. januar 2018. ESMA skal utvikle og drive det elektroniske tilknytningspunktet.
2. Systemet for sammenkopling av offisielt utpekte ordninger skal bestå av
 - ordningene nevnt i artikkel 21 nr. 2,
 - portalen som fungerer som et europeisk elektronisk tilknytningspunkt.
3. Medlemsstatene skal sørge for tilgang til sine ordninger for sentral lagring via det elektroniske tilknytningspunktet.»

15) Artikkel 22 skal lyde:

«Artikkel 22

Tilgang til obligatoriske opplysninger på unionsplan

1. ESMA skal utarbeide utkast til tekniske reguleringsstandarter som fastsetter de tekniske kravene for tilgang til obligatoriske opplysninger på unionsplan, for å angi følgende:
 - a) de tekniske kravene til kommunikasjons-teknologier brukt av ordningene nevnt i artikkel 21 nr. 2,
 - b) de tekniske kravene til drift av det elektroniske tilknytningspunktet for søking etter obligatoriske opplysninger på unionsplan,
 - c) de tekniske kravene til den entydige identifikasjonen for hver utsteder som anvendes av ordningene nevnt i artikkel 21 nr. 2,
 - d) det felles formatet for levering av obligatoriske opplysninger fra ordningene nevnt i artikkel 21 nr. 2,
 - e) den felles klassifisering av obligatoriske opplysninger gjennom ordningene nevnt i artikkel 21 nr. 2, og den felles listen over typer obligatoriske opplysninger.
2. Ved utarbeidningen av utkastene til tekniske reguleringsstandarter skal ESMA ta hensyn til de tekniske kravene til registersammenkoplingssystemet innført ved europaparlaments- og rådsdirektiv 2012/17/EU.²⁴

ESMA skal framlegge disse utkastene til tekniske reguleringsstandarter for Kommisjonen innen 27. november 2015.

Kommisjonen delegeres myndighet til å vedta de tekniske reguleringsstandardene nevnt i første ledd i dette nummer i samsvar med artikkel 10-14 i forordning (EU) nr. 1095/2010.

16) I artikkel 23 nr. 1 skal nytt ledd lyde:

«De opplysningene som omfattes av kravene fastsatt i tredjestaten, skal inngis i samsvar med artikkel 19 og offentliggjøres i samsvar med artikkel 20 og 21.»

17) I artikkel 24 skal nye numre lyde:

«4a. Uten at det berører nr. 4 skal vedkommende myndigheter gis all nødvendig etterforskningsmyndighet for å kunne utføre sine oppgaver. Denne myndighet skal utøves i samsvar med nasjonal lovgivning.

4b. Vedkommende myndigheter skal utøve sin sanksjonsmyndighet i samsvar med dette direktiv og nasjonal lovgivning på en av følgende måter:

- direkte,
- i samarbeid med andre myndigheter,
- på eget ansvar ved delegering til slike myndigheter,
- etter søknad til vedkommende rettsmyndigheter.»

18) I artikkel 25 nr. 2 skal nytt ledd lyde:

«Vedkommende myndigheter skal under utøvelsen av sin sanksjons- og etterforskningsmyndighet samarbeide for å sikre at sanksjoner eller tiltak gir de ønskede virkningene, og de skal samordne sine handlinger i forbindelse med tverrnasjonale saker.»

19) Etter artikkel 27b innsettes følgende overskrift:

«Kapittel VIA

Sanksjoner og tiltak».

20) Artikkel 28 skal lyde:

«Artikkel 28

Forvaltningsmessige tiltak og sanksjoner

1. Uten at det berører vedkommende myndigheters fullmakter i henhold til artikkel 24 og

²⁴ EUT L 156 av 16.6.2012, s. 1.»

medlemsstatenes rett til å fastsette og ilegge strafferettslige sanksjoner, skal medlemsstatene fastsette regler for forvaltningsmessige tiltak og sanksjoner som kan anvendes på overtredelser av nasjonale bestemmelser som er vedtatt for innarbeiding av dette direktiv, og treffe alle nødvendige tiltak for å sikre at de gjennomføres. De forvaltningsmessige tiltakene og sanksjonene skal være virkningsfulle, stå i forhold til overtredelsen og virke avskrekende.

2. Uten at det berører artikkel 7 skal medlemsstatene, når forpliktelsene gjelder rettssubjekter og det skjer overtredelser, sørge for at sanksjoner kan anvendes på vilkårene fastsatt i nasjonal lovgivning, mot medlemmer av det berørte rettssubjekts administrasjons-, ledelses- eller kontrollorganer, og mot andre fysiske personer som i henhold til nasjonal lovgivning er ansvarlige for overtredelsene.»

21) Nye artikler skal lyde:

«Artikkel 28a

Overtredelser

Artikkel 28b får anvendelse på minst følgende overtredelser:

- a) Utsteder har ikke, innen den fastsatte fristen, offentliggjort opplysningene som kreves i henhold til nasjonale bestemmelser vedtatt for innarbeiding av artikkel 4, 5, 6, 14 og 16.
- b) Den fysiske eller juridiske person har ikke, innen den fastsatte fristen, meldt fra om erverv eller avhending av en betydelig eierandel i samsvar med nasjonale bestemmelser vedtatt for innarbeiding av artikkel 9, 10, 12, 13 og 13a.

Artikkel 28b

Sanksjonsmyndighet

1. Ved overtredelser nevnt i artikkel 28a skal vedkommende myndigheter ha myndighet til å pålegge minst følgende forvaltningsmessige tiltak og sanksjoner:
 - a) En offentlig erklæring med opplysning om den ansvarlige fysiske person eller rettssubjektet og overtredelsens karakter.
 - b) Et pålegg der det kreves at den ansvarlige fysiske person eller rettssubjektet avslutter atferden som innebærer en overtredelse og avstår fra å gjenta slik atferd.
 - c) Administrative økonomiske sanksjoner
 - i) for et rettssubjekt:

- opptil 10 000 000 euro eller opptil 5 % av den samlede årsomsetning i henhold til siste tilgjengelige årsregnskap godkjent av ledelsesorganet; dersom rettssubjektet er et morforetak eller et datterforetak av et morforetak som skal utarbeide konsernregnskaper i henhold til direktiv 2013/34/EU, skal relevant samlet omsetning være den samlede årsomsetning eller tilsvarende type inntekt etter relevante regnskapsdirektiver i henhold til siste tilgjengelige konsoliderte årsregnskap godkjent av ledelsesorganet i det overordnede morforetaket, eller
- opptil to ganger oppnådd fortjeneste eller unngått tap som følge av overtredelsen, når det er mulig å fastsette disse,
 - der det høyeste beløpet anvendes.
- ii) for en fysisk person:
 - opptil 2 000 000 euro, eller
 - opptil to ganger oppnådd fortjeneste eller unngått tap som følge av overtredelsen, når det er mulig å fastsette disse,
 - der det høyeste beløpet anvendes.

I medlemsstater der euro ikke er offisiell valuta, skal det beregnes tilsvarende verdi i nasjonal valuta som i euro, basert på offisiell valutakurs på ikrafttredelsesdatoen for europaparlaments- og rådsdirektiv 2013/50/EU av 22. oktober 2013 om endring av europaparlaments- og rådsdirektiv 2004/109/EF om harmonisering av innsynskrav med hensyn til opplysninger om utstedere av verdipapirer som er opp tatt til notering på et regulert marked, europaparlaments- og rådsdirektiv 2003/71/EF om det prospekt som skal offentliggjøres når verdipapirer legges ut til offentlig tegning eller opp tas til notering og kommisjonsdirektiv 2007/14/EF om fastsettelse av nærmere regler for gjennomføringen av visse bestemmelser i direktiv 2004/109/EF.²⁵

2. Uten at det berører vedkommende myndigheters fullmakter i henhold til artikkel 24 og medlemsstatenes rett til å ilegge strafferettslige sanksjoner, skal medlemsstatene sørge for at deres lover og forskrifter gjør det mulig midlertidig å oppheve utøvelsen av stemme

²⁵ EUT L 294 av 6.11.2013, s. 13.»

retter knyttet til aksjer ved overtredelser omhandlet i artikkel 28a bokstav b). Medlemsstater kan fastsette at midlertidig oppheving av stemmeretter bare får anvendelse på de mest alvorlige overtredelsene.

3. Medlemsstatene kan fastsette ytterligere sanksjoner eller tiltak og større administrative økonomiske sanksjoner enn dem som er fastsatt i dette direktiv.

Artikkel 28c

Utøvelse av sanksjonsmyndighet

1. Medlemsstatene skal, når de bestemmer typen av og nivået på administrative sanksjoner eller forvaltningsmessige tiltak, sikre at vedkommende myndigheter tar hensyn til alle relevante omstendigheter, herunder eventuelt
 - a) overtredelsens grovhet og varighet,
 - b) den ansvarlige fysiske persons eller det ansvarlige rettssubjekts grad av ansvar,
 - c) den ansvarlige fysiske persons eller det ansvarlige rettssubjekts finansielle soliditet, for eksempel med utgangspunkt i det ansvarlige rettssubjekts samlede omsetning eller den ansvarlige fysiske persons årlige inntekt,
 - d) betydningen av den fortjeneste som er oppnådd, eller det tap som er unngått av den ansvarlige fysiske person eller det ansvarlige rettssubjekt, i den grad dette kan fastslås,
 - e) tap påført tredjemann som følge av overtredelsen, i den grad dette kan fastslås,
 - f) den ansvarlige fysiske persons eller det ansvarlige rettssubjekts vilje til å samarbeide med vedkommende myndighet,
 - g) tidligere overtredelser begått av den ansvarlige fysiske person eller det ansvarlige rettssubjekt.
2. Behandlingen av personopplysninger som er samlet inn for utøvelse av tilsyns- og etterforskningsmyndighet i samsvar med dette direktiv, skal utføres i samsvar med direktiv 95/46/EF og forordning (EF) nr. 45/2001 der det er relevant.

22) Før artikkel 29 innsettes følgende overskrift:

«Kapittel VIB

Offentliggjøring av beslutninger

23) Artikkel 29 skal lyde:

«Artikkel 29

Offentliggjøring av beslutninger

1. Medlemsstatene skal fastsette at vedkommende myndigheter uten unødig opphold skal offentliggjøre alle beslutninger om sanksjoner og tiltak som ilegges for overtredelse av dette direktiv, herunder minst opplysninger om overtredelsens type og karakter og identiteten til de ansvarlige fysiske personer eller rettssubjekter.

Vedkommende myndigheter kan utsette offentliggjøringen av en beslutning eller offentliggjøre beslutningen i anonymisert form på en måte som er i samsvar med nasjonal lovgivning, i følgende tilfeller:

- a) Når sanksjonene ilegges en fysisk person og en offentliggjøring av personopplysninger viser seg å være urimelig etter en obligatorisk forhåndsvurdering av rimeligheten ved en slik offentliggjøring.
 - b) Når offentliggjøringen kan utgjøre en alvorlig trussel mot finanssystemets stabilitet eller en pågående offisiell etterforskning.
 - c) Når offentliggjøringen, i den grad dette kan fastslås, påfører de berørte institusjoner eller fysiske personer uforholdsmessig stor skade.
2. Dersom beslutningen offentliggjort i henhold til nr. 1 blir anket, er vedkommende myndighet forpliktet til enten å ta med opplysninger om dette i offentliggjøringen på tidspunktet for offentliggjøring, eller til å endre offentliggjøringen dersom anken inngis etter den opprinnelige offentliggjøringen.»
- 24) Artikkel 31 nr. 2 skal lyde:
- «2. Når medlemsstatene vedtar tiltak i henhold til artikkel 3 nr. 1, artikkel 8 nr. 2 og 3 eller artikkel 30, skal de umiddelbart underrette Kommisjonen og de andre medlemsstatene om disse tiltakene.»

Artikkel 2

Endringer i direktiv 2003/71/EF

Artikkel 2 nr. 1 bokstav m) iii) i direktiv 2003/71/EF skal lyde:

«iii) for alle utstedere som er registrert i tredjestater, og som utsteder verdipapirer som ikke er nevnt under ii), den medlemsstat der verdipapirene skal legges ut til offentlig tegning for første gang etter den dag europaparlaments- og rådsdirektiv 2013/50/EU av 22. oktober 2013 om endring av europaparlaments- og rådsdirektiv 2004/109/EF om harmonisering

Endringer i verdipapirhandelloven (flagging) og samtykke til godkjenning av EØS-komiteens beslutning nr. 81/2020 av 12. juni 2020 om innlemmelse i EØS-avtalen av direktiv 2013/50/EU

av innsynskrav med hensyn til opplysninger om utstedere av verdipapirer som er opptatt til notering på et regulert marked, europaparlaments- og rådsdirektiv 2003/71/EF om det prospekt som skal offentliggjøres når verdipapirer legges ut til offentlig tegning eller opptas til notering og kommisjonsdirektiv 2007/14/EF om fastsettelse av nærmere regler for gjennomføringen av visse bestemmelser i direktiv 2004/109/EF(*) trer i kraft, eller der den første søknaden om opptak til handel på et regulert marked inngis, etter valg foretatt av utstederen, tilbyderer eller personen som søker om opptak til handel, alt etter omstendighetene, med forbehold for etterfølgende valg foretatt av utstedere registrert i en tredjestat i følgende tilfeller:

- når hjemstaten ikke ble fastsatt etter deres valg, eller
- i henhold til artikkel 2 nr. 1 bokstav i) iii) i europaparlaments- og rådsdirektiv 2004/109/EF av 15. desember 2004 om harmonisering av innsynskrav med hensyn til opplysninger om utstedere av verdipapirer som er opptatt til notering på et regulert marked.^{26 27}

Artikkel 3

Endringer i direktiv 2007/14/EF

I direktiv 2007/14/EF gjøres følgende endringer:

- 1) Artikkel 2 oppheves.
- 2) Artikkel 11 nr. 1 og 2 oppheves.
- 3) Artikkel 16 oppheves.

Artikkel 4

Innarbeiding i nasjonal lovgivning

1. Medlemsstatene skal sette i kraft de lover og forskrifter som er nødvendige for å etterkomme dette direktiv, innen et tidsrom på 24 måneder fra ikrafttredelsesdatoen. De skal umiddelbart underrette Kommisjonen om dette.

Når disse bestemmelsene vedtas av medlemsstatene, skal de inneholde en henvisning til dette direktiv, eller det skal vises til direktivet når de kunngjøres. Nærmere regler for henvisningen fastsettes av medlemsstatene.

2. Medlemsstatene skal oversende Kommisjonen teksten til de viktigste internrettslige bestemmelser som de vedtar på det området dette direktiv omhandler.

Artikkel 5

Gjennomgåelse

Senest 27. november 2015 skal Kommisjonen framlegge for Europaparlamentet og Rådet en rapport om gjennomføringen av dette direktiv, herunder dets virkninger for små og mellomstore utstedere, og om anvendelse av sanksjoner, særlig om de er virkningsfulle, står i forhold til overtredelsen og virker avskrekkende, og vurdere hvordan metoden for beregning av antallet stemmeretter knyttet til finansielle instrumenter nevnt i artikkel 13 nr. 1a første ledd i direktiv 2004/109/EF fungerer, og om den er effektiv.

Rapporten skal ved behov framlegges sammen med et forslag til regelverk.

Artikkel 6

Ikrafttredelse

Dette direktiv trer i kraft den 20. dagen etter at det er kunngjort i *Den europeiske unions tidende*.

Artikkel 7

Adressater

Dette direktiv er rettet til medlemsstatene.

Utferdiget i Strasbourg 22. oktober 2013.

For Europaparlamentet *For Rådet*

M. SCHULZ

V. LEŠKEVIČIUS

President

Formann

²⁶ EUT L 294 av 6.11.2013, s. 13.

²⁷ EUT L 390 av 31.12.2004, s. 38.»