



DET KONGELIGE
FINANSDEPARTEMENT

Ot.prp. nr. 34

(2006–2007)

Om lov om verdipapirhandel
(verdipapirhandellogen) og lov om
regulerte markeder (børslogen)

Særskilt vedlegg:

NOU 2005: 17 Om overtakelsestilbud (tilbudsplikt og frivillige tilbud ved oppkjøp av selskaper)

NOU 2006: 3 Om markeder for finansielle instrumenter

Innhold

1	Proposisjonens hovedinnhold	11	5.4	Høringsinstansenes merknader	59
1.1	Innledning	11	5.5	Departementets vurdering	67
1.2	Lovforslag til gjennomføringen av MiFID – proposisjonens del I	12	6	Verdipapirforetak – tillatelse og organisatoriske krav	73
1.3	Lovforslag til gjennomføring av rapporteringsdirektivet – proposisjonens del II	14	6.1	Vilkår for og omfang av tillatelse	73
1.4	Lovforslag til gjennomføring av direktivet om overtakelsestilbud mv. – proposisjonens del III	15	6.1.1	Norsk rett	73
2	Bakgrunn for lovforslaget	17	6.1.2	EØS-rett	73
2.1	Generelt om EØS-reglene om finansielle tjenester	17	6.1.3	Utvalgets forslag	74
2.2	Direktiv 2004/39/EF (MiFID)	17	6.1.4	Høringsinstansenes merknader	75
2.3	Direktiv 2004/109/EF (rapporteringsdirektivet)	20	6.1.5	Departementets vurdering	76
2.4	Direktiv 2004/25/EF (direktivet om overtakelsestilbud) ...	21	6.2	Søknadsprosedyrer	77
2.5	Utvalgets mandat	21	6.2.1	Norsk rett	77
2.6	Høring	22	6.2.2	EØS-rett	78
2.6.1	Høring av NOU 2005: 17 «Om overtakelsestilbud»	22	6.2.3	Utvalgets forslag	78
2.6.2	Høring av NOU 2006: 3 «Om markeder for finansielle instrumenter»	23	6.2.4	Høringsinstansenes merknader	78
Del I	Gjennomføring av MiFID i norsk rett.....	27	6.2.5	Departementets vurdering	78
3	Generelt om gjennomføringen av MiFID i norsk rett	29	6.3	Tilbakekall av tillatelse	79
3.1	Utvalgets generelle vurderinger	29	6.3.1	Norsk rett	79
3.2	Høringsinstansenes generelle merknader	30	6.3.2	EØS-rett	79
3.3	Departementets generelle utgangspunkter i lovarbeidet	31	6.3.3	Utvalgets forslag	79
4	Virkeområde og sentrale definisjoner	33	6.3.4	Høringsinstansenes merknader	80
4.1	Gjeldende rett	33	6.3.5	Departementets vurdering	80
4.2	EØS-rett	34	6.4	Godkjennelse av ledelsen	81
4.3	Utvalgets forslag	36	6.4.1	Norsk rett	81
4.4	Høringsinstansenes merknader	41	6.4.2	EØS-rett	81
4.5	Departementets vurdering	51	6.4.3	Utvalgets forslag	82
5	Virksomhet unntatt fra krav om konsesjon mv.	56	6.4.4	Høringsinstansenes merknader	82
5.1	Norsk rett	56	6.4.5	Departementets vurdering	83
5.2	EØS-rett	56	6.5	Aksjonærer med betydelig eierandel – eierkontroll	84
5.3	Utvalgets forslag	57	6.5.1	Norsk rett	84
			6.5.2	EØS-rett	85
			6.5.3	Utvalgets forslag	86
			6.5.4	Høringsinstansenes merknader	87
			6.5.5	Departementets vurdering	88
			6.6	Verdipapirforetakenes sikringsfond .	89
			6.6.1	Norsk rett	89
			6.6.2	EØS-rett	89
			6.6.3	Utvalgets forslag	89
			6.6.4	Høringsinstansenes merknader	89
			6.6.5	Departementets vurdering	90
			6.7	Krav til startkapital mv.	90
			6.7.1	Norsk rett	90
			6.7.2	EØS-rett	90
			6.7.3	Utvalgets forslag	91
			6.7.4	Høringsinstansenes merknader	91
			6.7.5	Departementets vurdering	91
			6.8	Organisering av virksomheten	91
			6.8.1	Norsk rett	91
			6.8.2	EØS-rett	92

6.8.3	Utvalgets forslag	93	7.9.3	Utvalgets forslag	129
6.8.4	Høringsinstansenes merknader	95	7.9.4	Høringsinstansenes merknader	130
6.8.5	Departementets vurdering	96	7.9.5	Departementets vurdering	132
7	Verdipapirforetakenes virksomhet	98	7.10	Internalisering – «pre-trade transparency»	135
7.1	Generelt om kundekategorisering ...	98	7.10.1	Norsk rett	135
7.2	Interessekonflikter	98	7.10.2	EØS-rett	135
7.2.1	Norsk rett	98	7.10.3	Utvalgets forslag	137
7.2.2	EØS-rett	98	7.10.4	Høringsinstansenes merknader	137
7.2.3	Utvalgets forslag	99	7.10.5	Departementets vurdering	137
7.2.4	Høringsinstansenes merknader	100	7.11	Offentliggjøring av pris og volum – «post-trade disclosure»	138
7.2.5	Departementets vurdering	100	7.11.1	Norsk rett	138
7.3	God forretningsskikk ved yting av investeringstjenester	101	7.11.2	EØS-rett	138
7.3.1	Norsk rett	101	7.11.3	Utvalgets forslag	138
7.3.2	EØS-rett	101	7.11.4	Høringsinstansenes merknader	139
7.3.3	Utvalgets forslag	103	7.11.5	Departementets vurdering	139
7.3.4	Høringsinstansenes merknader	103	7.12	Andre spørsmål knyttet til verdi- papirforetaks virksomhet mv.	140
7.3.5	Departementets vurdering	104	7.12.1	Generelt	140
7.4	Tjenesteyting via annet verdipapir- foretak	107	7.12.2	Ansattes egenhandel	141
7.4.1	Norsk rett	107	7.12.3	Verdipapirforetaks handel i finansielle instrumenter for egen regning	146
7.4.2	EØS-rett	107	7.12.4	Formidling av lån av finansielle instrumenter	149
7.4.3	Utvalgets forslag	108	7.12.5	Ytelse av kreditt	151
7.4.4	Høringsinstansenes merknader	108	7.12.6	Motregning	152
7.4.5	Departementets vurdering	109	7.12.7	Enkelte andre spørsmål	155
7.5	Beste resultat ved utførelse av ordre	109	8	Verdipapirforetak – rettigheter mv.	159
7.5.1	Norsk rett	109	8.1	Verdipapirforetak med hovedsete i en annen EØS-stat	159
7.5.2	EØS-rett	110	8.1.1	Norsk rett	159
7.5.3	Utvalgets forslag	111	8.1.2	EØS-rett	160
7.5.4	Høringsinstansenes merknader	112	8.1.3	Utvalgets forslag	162
7.5.5	Departementets vurdering	112	8.1.4	Høringsinstansenes merknader	166
7.6	Ordrebehandling	113	8.1.5	Departementets vurdering	166
7.6.1	Norsk rett	113	8.2	Norske verdipapirforetaks virksomhet i utlandet	168
7.6.2	EØS-rett	114	8.2.1	Norsk rett	168
7.6.3	Utvalgets forslag	114	8.2.2	EØS-rett	169
7.6.4	Høringsinstansenes merknader	115	8.2.3	Utvalgets forslag	169
7.6.5	Departementets vurdering	115	8.2.4	Høringsinstansenes merknader	170
7.7	Kvalifiserte motparter	115	8.2.5	Departementets vurdering	170
7.7.1	Norsk rett	115	8.3	Adgang til markeder	172
7.7.2	EØS-rett	116	8.3.1	Norsk rett	172
7.7.3	Utvalgets forslag	116	8.3.2	EØS-rett	172
7.7.4	Høringsinstansenes merknader	117	8.3.3	Utvalgets forslag	172
7.7.5	Departementets vurdering	118	8.3.4	Høringsinstansenes merknader	172
7.8	Verdipapirforetaks bruk av tilknyttede agenter	119	8.3.5	Departementets vurdering	172
7.8.1	Norsk rett	119	8.4	Adgang til oppgjørssystemer mv.	172
7.8.2	EØS-rett	119	8.4.1	Norsk rett	172
7.8.3	Utvalgets forslag	121	8.4.2	EØS-rett	173
7.8.4	Høringsinstansenes merknader	123			
7.8.5	Departementets vurdering	125			
7.9	Oppgaveplikt og rapportering av handler	127			
7.9.1	Norsk rett	127			
7.9.2	EØS-rett	128			

8.4.3	Utvalgets forslag	173	10.3	Medlemskap og adgang til regulerte markeder	218
8.4.4	Høringsinstansenes merknader	174	10.3.1	Norsk rett	218
8.4.5	Departementets vurdering	176	10.3.2	EØS-rett	219
8.5	Forhold til tredjeland og verdipapirforetak med hovedsete utenfor EØS-området	177	10.3.3	Utvalgets forslag	220
8.5.1	Norsk rett	177	10.3.4	Høringsinstansenes merknader	221
8.5.2	EØS-rett	177	10.3.5	Departementets vurdering	221
8.5.3	Utvalgets forslag	178	10.4	Markedsovervåkning	222
8.5.4	Høringsinstansenes merknader	178	10.4.1	Norsk rett	222
8.5.5	Departementets vurdering	178	10.4.2	EØS-rett	223
9	Regulerte markeder – regulering og organisering	179	10.4.3	Utvalgets forslag	223
9.1	Lovteknisk tilnærming	179	10.4.4	Høringsinstansenes merknader	224
9.1.1	Norsk rett	179	10.4.5	Departementets vurdering	226
9.1.2	EØS-rett	179	10.5	Offentliggjøring av ordre og handler	226
9.1.3	Utvalgets forslag	179	10.5.1	Norsk rett	226
9.1.4	Høringsinstansenes merknader	180	10.5.2	EØS-rett	227
9.1.5	Departementets vurdering	180	10.5.3	Utvalgets forslag	229
9.2	Definisjon, virkeområde og tillatelse	180	10.5.4	Høringsinstansenes merknader	230
9.2.1	Norsk rett	180	10.5.5	Departementets vurdering	230
9.2.2	EØS-rett	181	10.6	Bruk av sentral motpart eller oppgjørssystem fra annet EØS-land	231
9.2.3	Utvalgets forslag	183	10.6.1	Norsk rett	231
9.2.4	Høringsinstansenes merknader	186	10.6.2	EØS-rett	231
9.2.5	Departementets vurdering	190	10.6.3	Utvalgets forslag	231
9.3	Organisasjonsform, eierforhold mv.	191	10.6.4	Høringsinstansenes merknader	231
9.3.1	Norsk rett	191	10.6.5	Departementets vurdering	231
9.3.2	EØS-rett	194	11	Multilaterale handelsfasiliteter (MHF)	232
9.3.3	Utvalgets forslag	195	11.1	Generelt	232
9.3.4	Høringsinstansenes merknader	198	11.1.1	Norsk rett	232
9.3.5	Departementets vurdering	200	11.1.2	EØS-rett	232
9.4	Krav til rutiner med hensyn til organisering	201	11.1.3	Utvalgets forslag	233
9.4.1	Norsk rett	201	11.1.4	Høringsinstansenes merknader	235
9.4.2	EØS-rett	203	11.1.5	Departementets vurdering	235
9.4.3	Utvalgets forslag	204	11.2	Tillatelse til å drive multilateral handelsfasilitet	235
9.4.4	Høringsinstansenes merknader	205	11.2.1	Norsk rett	235
9.4.5	Departementets vurdering	206	11.2.2	EØS-rett	235
10	Regulerte markeder – virksomhetsregler	207	11.2.3	Utvalgets forslag	236
10.1	Opptak til handel	207	11.2.4	Høringsinstansenes merknader	236
10.1.1	Norsk rett	207	11.2.5	Departementets vurdering	236
10.1.2	EØS-rett	208	11.3	Regulering av multilaterale handelsfasiliteter	236
10.1.3	Utvalgets forslag	210	11.3.1	Handel og gjennomføring av transaksjoner	236
10.1.4	Høringsinstansenes merknader	213	11.3.2	Markedsovervåkning	241
10.1.5	Departementets vurdering	213	11.3.3	Offentliggjøring av opplysninger om ordre og handler mv.	242
10.2	Suspensjon og strykning av finansielle instrumenter fra handel ...	214	11.3.4	Grenseoverskridende virksomhet	244
10.2.1	Norsk rett	214	11.3.5	Regler om markedsmissbruk på MHF	245
10.2.2	EØS-rett	216	11.3.6	Sentral motpart, oppgjør mv. i forbindelse med MHF	246
10.2.3	Utvalgets forslag	216			
10.2.4	Høringsinstansenes merknader	217			
10.2.5	Departementets vurdering	217			

12	Tilsyn, sanksjoner og prosessuelle forhold	247	12.8.4	Høringsinstansenes merknader	276
12.1	Generelt	247	12.8.5	Departementets vurdering	276
12.2	Utpeking av kompetent myndighet ..	247	12.9	Revisors meldeplikt til Kredittilsynet	277
12.2.1	Gjeldende rett	247	12.9.1	Gjeldende rett	277
12.2.2	EØS-rett	248	12.9.2	EØS-rett	277
12.2.3	Utvalgets forslag	248	12.9.3	Utvalgets forslag	277
12.2.4	Høringsinstansenes merknader	248	12.9.4	Høringsinstansenes merknader	277
12.2.5	Departementets vurdering	248	12.9.5	Departementets vurdering	277
12.3	Delegering av myndighet	249	12.10	Samarbeid mellom kompetente myndigheter i forskjellige medlemsstater	278
12.3.1	Gjeldende rett	249	12.10.1	Gjeldende rett	278
12.3.2	EØS-rett	249	12.10.2	EØS-rett	278
12.3.3	Utvalgets forslag	249	12.10.3	Utvalgets forslag	279
12.3.4	Høringsinstansenes merknader	250	12.10.4	Høringsinstansenes merknader	279
12.3.5	Departementets vurdering	250	12.10.5	Departementets vurdering	279
12.4	Tilsynsmyndighetens kompetanse ..	250	Del II Gjennomføring av rapporteringsdirektivet i norsk rett.....	281	
12.4.1	Gjeldende rett	250	13 Generelt om gjennomføring av rapporteringsdirektivet i norsk rett	283	
12.4.2	EØS-rett	251	13.1	Generelle utgangspunkter i lovarbeidet	283
12.4.3	Utvalgets forslag – generelt	252	13.2	Virkeområde og sentrale definisjoner	284
12.4.4	Opplysningsplikt	252	13.2.1	Gjeldende rett	284
12.4.5	Stedlig tilsyn mv.	254	13.2.2	EØS-rett	284
12.4.6	Opplysninger om telefonnummer mv. og datatrafikk	257	13.2.3	Utvalgets forslag	285
12.4.7	Beslag av aktiva	260	13.2.4	Høringsinstansenes merknader	286
12.4.8	Opphør av ulovlig aktivitet og midlertidig yrkesforbud	261	13.2.5	Departementets vurdering	286
12.4.9	Suspensjon og strykning av finansielle instrumenter	262	14 Hjem-/vertsstatsregulering	288	
12.4.10	Anmeldelse av overtredelser og bistand fra revisorer mv.	264	14.1	Norsk rett	288
12.5	Taushetsplikt	264	14.2	EØS-rett	288
12.5.1	Gjeldende rett	264	14.3	Utvalgets forslag	289
12.5.2	EØS-rett	265	14.4	Høringsinstansenes merknader	290
12.5.3	Utvalgets forslag	266	14.5	Departementets vurdering	291
12.5.4	Høringsinstansenes merknader	266	15 Periodisk rapportering	293	
12.5.5	Departementets vurdering	267	15.1	Årlig rapporteringsplikt	293
12.6	Sanksjoner og andre forvaltnings- tiltak	268	15.1.1	Norsk rett	293
12.6.1	Gjeldende rett	268	15.1.2	EØS-rett	294
12.6.2	EØS-rett	269	15.1.3	Utvalgets forslag	294
12.6.3	Utvalgets forslag mv.	269	15.1.4	Høringsinstansenes merknader	296
12.6.4	Forslag i høringsnotat av 31. oktober 2005 utarbeidet av Kredittilsynet	270	15.1.5	Departementets vurdering	297
12.6.5	Høringsinstansenes merknader	270	15.2	Halvårsrapportering	299
12.6.6	Departementets vurdering	271	15.2.1	Norsk rett	299
12.7	Begrunnelse, domstolsprøving, utenrettslige klageordninger og taushetsplikt	272	15.2.2	EØS-rett	300
12.7.1	Begrunnelse og domstolsprøving	272	15.2.3	Utvalgets forslag	300
12.7.2	Utenrettslige klageorganer	273	15.2.4	Høringsinstansenes merknader	302
12.8	Tilsyn med organisatoriske og operasjonelle krav	274	15.2.5	Departementets vurdering	303
12.8.1	Gjeldende rett	274	15.3	Kvartalsmessig rapporteringsplikt	304
12.8.2	EØS-rett	275			
12.8.3	Utvalgets forslag	276			

15.3.1	Norsk rett	304	18.1.1	Norsk rett	333
15.3.2	EØS-rett	304	18.1.2	EØS-rett	333
15.3.3	Utvalgets forslag	305	18.1.3	Utvalgets forslag	334
15.3.4	Høringsinstansenes merknader	305	18.1.4	Høringsinstansenes merknader	335
15.3.5	Departementets vurdering	305	18.1.5	Departementets vurdering	336
15.4	Unntak	305	18.2	Opplysningsplikt overfor inne- havere av gjeldsinstrumenter	337
15.4.1	Norsk rett	305	18.2.1	Norsk rett	337
15.4.2	EØS-rett	305	18.2.2	EØS-rett	337
15.4.3	Utvalgets forslag	306	18.2.3	Utvalgets forslag	338
15.4.4	Høringsinstansenes merknader	306	18.2.4	Høringsinstansenes merknader	338
15.4.5	Departementets vurdering	306	18.2.5	Departementets vurdering	338
15.5	Ansvar	307			
15.5.1	Norsk rett	307			
15.5.2	EØS-rett	307			
15.5.3	Utvalgets forslag	307			
15.5.4	Høringsinstansenes merknader	307			
15.5.5	Departementets vurdering	307			
16	Flaggeplikt	308	19	Opplysninger om endringer i aksjekapital, rettigheter, lån og vedtekter	340
16.1	Flaggepliktens omfang	308	19.1	Norsk rett	340
16.1.1	Norsk rett	308	19.2	EØS-rett	340
16.1.2	EØS-rett	309	19.3	Utvalgets forslag	340
16.1.3	Utvalgets forslag	311	19.4	Høringsinstansenes merknader	341
16.1.4	Høringsinstansenes merknader	314	19.5	Departementets vurdering	341
16.1.5	Departementets vurdering	315			
16.2	Konsolidering	319	20	Språk	343
16.2.1	Norsk rett	319	20.1	Norsk rett	343
16.2.2	EØS-rett	319	20.2	EØS-rett	343
16.2.3	Utvalgets forslag	320	20.3	Utvalgets forslag	344
16.2.4	Høringsinstansenes merknader	321	20.4	Høringsinstansenes merknader	345
16.2.5	Departementets vurdering	322	20.5	Departementets vurdering	346
16.3	Krav til innholdet i flagge- meldingen	323	21	Tredjeland	348
16.3.1	Norsk rett	323	21.1	Norsk rett	348
16.3.2	EØS-rett	323	21.2	EØS-rett	348
16.3.3	Utvalgets forslag	323	21.3	Utvalgets forslag	348
16.3.4	Høringsinstansenes merknader	324	21.4	Høringsinstansenes merknader	349
16.3.5	Departementets vurdering	324	21.5	Departementets vurdering	349
16.4	Fremsettelse av melding	324			
16.4.1	Norsk rett	324	22	Tilsyn og sanksjoner	350
16.4.2	EØS-rett	324	22.1	Tilsyn	350
16.4.3	Utvalgets forslag	325	22.1.1	Norsk rett	350
16.4.4	Høringsinstansenes merknader	325	22.1.2	EØS-rett	350
16.4.5	Departementets vurdering	326	22.1.3	Utvalgets forslag	351
			22.1.4	Høringsinstansenes merknader	352
			22.1.5	Departementets vurdering	353
			22.2	Sanksjoner	354
			22.2.1	Norsk rett	354
			22.2.2	EØS-rett	354
			22.2.3	Utvalgets forslag	354
			22.2.4	Høringsinstansenes merknader	354
			22.2.5	Departementets vurdering	355
17	Utsteders offentliggjøring av informasjonspiktige opplysninger	327	23	Domstolsprøvelse	356
17.1	Norsk rett	327	23.1	Norsk rett	356
17.2	EØS-rett	327	23.2	EØS-rett	356
17.3	Utvalgets forslag	328	23.3	Utvalgets forslag	356
17.4	Høringsinstansenes merknader	330	23.4	Høringsinstansenes merknader	356
17.5	Departementets vurdering	331	23.5	Departementets vurdering	356
18	Opplysningsplikt overfor verdipapirinnhavere	333			
18.1	Opplysningsplikt overfor aksjeeiere	333			

Del III Gjennomføring av direktivet om overtakelsestilbud mv. i norsk rett	357	26.5	Endringer i reglene om etterfølgende erverv	381
24 Generelt om gjennomføringen av direktivet om overtakelsestilbud mv. i norsk rett	359	26.5.1	Norsk rett	381
25 Virkeområde og sentrale definisjoner	360	26.5.2	EØS-rett	381
25.1 Saklig virkeområde	360	26.5.3	Utvalgets forslag	381
25.1.1 Norsk rett	360	26.5.4	Høringsinstansenes merknader	382
25.1.2 EØS-rett	360	26.5.5	Departementets vurdering	382
25.1.3 Utvalgets forslag	360	26.6	Tilbudspris og vederlag ved pliktige tilbud	382
25.1.4 Høringsinstansenes merknader	361	26.6.1	Norsk rett	382
25.1.5 Departementets vurdering	361	26.6.2	EØS-rett	382
25.2 Stedlig virkeområde	361	26.6.3	Utvalgets forslag	383
25.2.1 Overtakelsestilbud rettet mot selskap med tilknytning til andre EØS-stater	361	26.6.4	Høringsinstansenes merknader	383
25.2.2 Overtakelsestilbud rettet mot selskap med tilknytning til stat utenfor EØS	362	26.6.5	Departementets vurdering	383
25.3 Sentrale definisjoner mv.	363	27 Frivillig tilbud		384
25.3.1 Erverv og indirekte erverv	363	27.1	Norsk rett	384
25.3.2 Konsolidering	365	27.2	EØS-rett	384
25.3.3 Tvangsinnløsningsreglenes stedlige virkeområde	368	27.3	Utvalgets forslag	384
26 Pliktige tilbud	369	27.4	Høringsinstansenes merknader	385
26.1 Tilbudspliktsgrensen	369	27.5	Departementets vurdering	386
26.1.1 Norsk rett	369	28 Nærmere regler om tilbudet og tilbudsdokumentet		387
26.1.2 EØS-rett	369	28.1	Melding om tilbud og offentliggjøring av tilbudsdokument	387
26.1.3 Utvalgets forslag	369	28.1.1	Norsk rett	387
26.1.4 Høringsinstansenes merknader	370	28.1.2	EØS-rett	387
26.1.5 Departementets vurdering	373	28.1.3	Utvalgets forslag	388
26.2 Gjentatt tilbudsplikt	373	28.1.4	Høringsinstansenes merknader	389
26.2.1 Norsk rett	373	28.1.5	Departementets vurdering	389
26.2.2 EØS-rett	373	28.2	Krav til tilbudsdokumentets innhold	390
26.2.3 Utvalgets forslag	373	28.2.1	Norsk rett	390
26.2.4 Høringsinstansenes merknader	375	28.2.2	EØS-rett	390
26.2.5 Departementets vurdering	376	28.2.3	Utvalgets forslag	391
26.3 Betingete tilbud	376	28.2.4	Høringsinstansenes merknader	391
26.3.1 Norsk rett	376	28.2.5	Departementets vurdering	391
26.3.2 EØS-rett	376	28.3	Frist for å akseptere tilbud	391
26.3.3 Utvalgets forslag	377	28.3.1	Norsk rett	391
26.3.4 Høringsinstansenes merknader	377	28.3.2	EØS-rett	391
26.3.5 Departementets vurdering	378	28.3.3	Utvalgets forslag	391
26.4 Erverv av aksjer etter at pliktig tilbud er gjennomført (kompensasjon)	378	28.3.4	Høringsinstansenes merknader	392
26.4.1 Norsk rett	378	28.3.5	Departementets vurdering	392
26.4.2 EØS-rett	378	28.4	Øvrige regler for tilbud	392
26.4.3 Utvalgets forslag	378	28.4.1	Norsk rett	392
26.4.4 Høringsinstansenes merknader	379	28.4.2	EØS-rett	393
26.4.5 Departementets vurdering	380	28.4.3	Utvalgets forslag	393
		28.4.4	Høringsinstansenes merknader	393
		28.4.5	Departementets vurdering	393
		29 Oppkjøpsvern		394
		29.1	Begrensninger og plikter for styret i målselskapet	394
		29.1.1	Norsk rett	394
		29.1.2	EØS-rett	394

29.1.3	Utvalgets forslag	395	31	Tilbudsmyndighet, lovvalg og sanksjoner	406
29.1.4	Høringsinstansenes merknader	396	31.1	Tilbudsmyndighet og lovvalg	406
29.1.5	Departementets vurdering	396	31.1.1	Norsk rett	406
29.2	Målselskapets uttalelse om tilbudet	396	31.1.2	EØS-rett	406
29.2.1	Norsk rett	396	31.1.3	Utvalgets forslag	407
29.2.2	EØS-rett	396	31.1.4	Høringsinstansenes merknader	409
29.2.3	Utvalgets forslag	397	31.1.5	Departementets vurdering	410
29.2.4	Høringsinstansenes merknader	397	31.2	Sanksjoner	410
29.2.5	Departementets vurdering	398	31.2.1	Norsk rett	410
29.3	Tilsidesettelse av omsetnings- og stemmerettsbegrensninger mv.	398	31.2.2	EØS-rett	411
29.3.1	Norsk rett	398	31.2.3	Utvalgets forslag	411
29.3.2	EØS-rett	398	31.2.4	Høringsinstansenes merknader	411
29.3.3	Utvalgets forslag	399	31.2.5	Departementets vurdering	411
29.3.4	Høringsinstansenes merknader	399	Del IV	Enkelte fellesspørsmål	413
29.3.5	Departementets vurdering	399	32	Økonomiske og administrative konsekvenser	415
29.4	Selskapenes informasjon om oppkjøpsvernsregler mm.	400	32.1	Generelt	415
29.4.1	Norsk rett	400	32.2	Gjennomføringen av MiFID i norsk rett	415
29.4.2	EØS-rett	400	32.3	Gjennomføringen av rapporteringsdirektivet i norsk rett	416
29.4.3	Utvalgets forslag	401	32.4	Gjennomføringen av direktivet om overtakelsestilbud mv. i norsk rett ...	416
29.4.4	Høringsinstansenes merknader	401	33	Merknader til de enkelte bestemmelser	417
29.4.5	Departementets vurdering	401		Forslag til lov om verdipapirhandel	458
30	Tvangsinnløsning av og innløsningsrett for minoritetsaksjeeiere	402		Forslag til lov om regulerte markeder	499
30.1	Norsk rett	402			
30.2	EØS-rett	402			
30.3	Utvalgets forslag	403			
30.4	Høringsinstansenes merknader	404			
30.5	Departementets vurdering	404			

Ot.prp. nr. 34

(2006–2007)

Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandel- loven) og lov om regulerte markeder (børsloven)

*Tilråding fra Finansdepartementet av 23. mars 2007,
godkjent i statsråd samme dag.
(Regjeringen Stoltenberg II)*

1 Proposisjonens hovedinnhold

1.1 Innledning

Finansdepartementet fremmer i denne proposisjonen forslag til ny lov om verdipapirhandel (verdipapirhandellov) og ny lov om regulerte markeder (børslov). De to lovforslagene vil gjennomføre EØS-regler som svarer til:

- direktiv 2004/39/EF om markeder for finansielle instrumenter (forkortet MiFID),
- direktiv 2004/109/EF om utsteders informasjonsplikter (rapporteringsdirektivet), og
- direktiv 2004/25/EF om overtakelsestilbud.

Lovforslagene bygger på Verdipapirmarkedsløvtalgets to delutredninger i NOU 2005:17 «Om overtakelsestilbud (tilbudsplikt og frivillige tilbud ved oppkjøp av selskaper)» og NOU 2006: 3 «Om markeder for finansielle instrumenter – gjennomføring av MiFID og transparencydirektivet». Det bemerkes at lovtalgets og høringsinstansenes henvisning til «transparencydirektivet» viser til direktivet departementet omtaler som rapporteringsdirektivet.

Verdipapirmarkedets hovedoppgave er å formidle kreditt og egenkapital. Dette bidrar til kapitaloppbyggingen i samfunnet, og til at kapitalen kanaliseres dit den kaster mest av seg. Et effektivt verdipapirmarked bidrar til økt effektivitet i forde-

lingen av samfunnets ressurser. Verdipapirmarkedet kan bare virke etter hensikten hvis deltakerne har tillit til måten det fungerer på. Dette har betydning i flere retninger. For det første er det viktig med generelle handelsregler som skaper tillit til prisfastsettelsen i markedet og hensiktsmessige virksomhetsregler som innebærer at verdipapirforetak (mellommenn) har tilstrekkelig integritet og uavhengighet slik at kundenes interesser ivaretas på en betryggende måte. Slike handels- og virksomhetsregler finnes i verdipapirhandeloven. Det er også viktig med regler som legger til rette for at det skapes tillit til organiseringen av markedsplasser for finansielle instrumenter (dvs. børser og andre markedsplasser). Slike regler er gitt i børsloven.

Gjennomføringen av de tre EU/EØS-direktivene vil etter departementets syn videreføre og til dels styrke de hensyn som ligger bak gjeldende verdipapirhandel- og børslov. Direktivene innebærer en større grad av harmonisering av viktige rammevilkår for verdipapirmarkedene innen EU/EØS-området. Gjennomføringen av *MiFID* i norsk rett innebærer bl.a. at verdipapirforetak og markedsplasser (børser mv.) i større grad enn i dag vil kunne drive virksomhet innen hele EU/EØS-området på bakgrunn av sin hjemlandskonsesjon. Dette vil øke tilbudet for investorer ved valg av meglerfo-

retak, og norske meglerforetak vil lettere kunne yte tjenester til kunder i hele EU-EØS-området. Videre vil investorbeskyttelsen øke, ved at bl.a. investeringsrådgivning gjøres til en konsesjonspliktig tjeneste underlagt detaljerte harmoniserte regler. Gjennomføringen av *rapporteringsdirektivet* i norsk rett vil bl.a. innebære at bedrifter og andre utstedere av finansielle instrumenter underlegges harmoniserte rapporteringsregler i hele EU-EØS-området, noe som kan gjøre det enklere og billigere for bedrifter å hente inn kapital i det europeiske verdipapirmarkedet. Gjennomføringen av *direktivet om overtakelsestilbud* legger til rette for økt integrering av de europeiske markedene ved å skape felles rammer for overtakelsestilbud for selskaper som er opptatt til notering på regulert marked innen EØS-området. Direktivet fastsetter grunnleggende spilleregler for oppkjøp av selskaper med aksjer notert på et regulert marked i en EØS-stat. Hovedhensynet bak direktivet er beskyttelse av minoritetsaksjeeierne i målselskapet.

De tre direktivene forutsetter vesentlige endringer i hhv verdipapirhandelloven og børsloven, og i tråd med Verdipapirmarkedslovutvalgets forslag foreslår departementet en ny lov om verdipapirhandel og en ny lov om regulerte markeder. Departementet har vurdert om det er mer hensiktsmessig å fremme lovforslag som følger opp Verdipapirmarkedslovutvalgets to delinnstillinger i to ulike odelstingsproposisjoner, eller om det bør fremmes én felles proposisjon som følger opp begge innstillinger. På den ene side omhandler de to delinnstillingene problemstillinger som saklig sett ikke henger nært sammen med hverandre. Praktiske hensyn kan også tale i mot en fellesbehandling, siden proposisjonen nødvendigvis blir relativt omfangsrik. Dette kan redusere tilgjengeligheten av stoffet. På den annen side forutsetter delinnstillingen om overtakelsestilbud mv. endringer i verdipapirhandelloven, og delinnstillingen om gjennomføringen av MiFID og rapporteringsdirektivet forutsetter en ny verdipapirhandellov. Lovtekniske og praktiske hensyn tilsier at omfattende endringer i samme lov behandles i samme proposisjon. Dette gjelder særlig når endringene vil tre i kraft på omtrent samme tid. Etter en helhetsvurdering har derfor departementet valgt å fremme en felles proposisjon til oppfølging av de to lovutredningene fra Verdipapirmarkedslovutvalget. For å øke brukervennligheten, er dokumentet delt inn i tre deler som hver omhandler lovforslag til gjennomføring av hhv MiFID, rapporteringsdirektivet og direktivet om overtakelsestilbud.

1.2 Lovforslag til gjennomføringen av MiFID – proposisjonens del 1

I proposisjonens kapittel 4 foreslås regler om *virkeområde og sentrale definisjoner*. Virkeområdet utvides i forhold til gjeldende rett, ved at også investeringsrådgivning og drift av såkalte multilaterale handelsfasiliteter gjøres til konsesjonspliktige tjenester. Investeringsrådgivning er etter gjeldende rett ikke konsesjonsbelagt. Når det gjelder multilaterale handelsfasiliteter, er dette et handelssystem for omsetning av finansielle instrumenter som enten kan drives av et verdipapirforetak (i konkurranse med alminnelig børsvirksomhet) eller av et regulert marked selv.

Finansielle instrumenter er et sentralt koblingsord i verdipapirhandelloven, og i proposisjonen foreslås i samsvar med MiFID å endre definisjonen av finansielle instrumenter. Dette gjelder særlig i forhold til finansielle varederivater, som etter lovforslaget her i større grad vil underlegges verdipapirhandellovens alminnelige regler enn tilfellet er under gjeldende rett. I motsetning til utvalgets forslag, foreslås ikke å inkludere andeler i kommandittselskaper og ansvarlige selskaper i definisjonen av finansielle instrumenter.

I proposisjonens kapittel 5 omtales viktige *unntak fra lovens virkeområde*. Lovbestemmelsen om slike unntak vil gjennomføre MiFID artikkel 2, som pålegger medlemsstatene å unnta nærmere angitte virksomheter fra MiFID-reglens virkeområde. Dette gjelder blant annet virksomhet innenfor konsern, investeringstjenestevirksomhet som kun drives leilighetsvis og foretak som kun handler for egen regning i finansielle instrumenter. Mange av unntakene bygger på gjeldende rett, mens enkelte unntak er nye.

De nærmere reglene om *krav til tillatelse og verdipapirforetakenes organisering* behandles i proposisjonens kapittel 6. Foretak som driver virksomhet som består i å yte investeringstjenester (verdipapirforetak), pålegges etter lovforslaget et krav om tillatelse (pkt. 6.1). Forslaget gjennomfører MiFIDs krav om tillatelse, og viderefører i hovedsak gjeldende rett. I tilknytning til reglene om tillatelse, foreslås det også regler om søknadsprosedyrer (pkt. 6.2) og tilbakekall av tillatelse (pkt. 6.3). Gjeldende verdipapirhandellov stiller flere organisatoriske krav til verdipapirforetak. Blant annet kreves at ledelsen i verdipapirforetaket er egnet (pkt. 6.4), en viss kontroll med eierne (pkt. 6.5) og krav til startkapital (pkt. 6.7). Disse kravene foreslås i hovedsak videreført, men i tråd med MiFID foreslås det enkelte justeringer. Det foreslås også en generell (og omfattende) bestemmelse som stil-

ler krav til den interne organiseringen av foretaket (pkt. 6.8). Denne delen av forslaget krever blant annet at verdipapirforetaket treffer betryggende tiltak slik at den operasjonelle risikoen begrenses til et minimum, sørger for at det blir ført lister over investeringstjenester og utførte transaksjoner og at foretaket er oppbygd og organisert på en slik måte at det begrenser risikoen for interessekonflikter. Disse bestemmelsene om tillatelse og organisering forutsetter et stort antall utfyllende regler i forskrift, jf. nedenfor om EØS-reglenes utfyllende regler.

I kapittel 7 omtales forslagene til de *operasjonelle kravene for verdipapirforetak*, dvs. regler som gjelder for verdipapirforetak ved utøvelse av deres virksomhet. MiFID har omfattende og detaljerte regler på dette punktet, og forslaget er utformet for å gjennomføre disse bestemmelsene. Gjeldende norsk rett har regler som ivaretar de samme hensyn som MiFIDs regler, men de norske reglene er ikke så omfattende som MiFIDs. På denne bakgrunn foreslås det endringer i norsk rett når det gjelder de operasjonelle kravene til verdipapirforetak. Også disse reglene vil kreve et stort antall utfyllende forskriftsregler. Det foreslås en bestemmelse om interessekonflikter som krever at verdipapirforetakene skal treffe alle rimelige forholdsregler med hensyn til å identifisere interessekonflikter, og sikre kundens interesser på en betryggende måte (7.2). Videre foreslås en bestemmelse om god forretningsskikk, som blant annet krever at verdipapirforetakene skal foreta en egnethets- eller hensiktsmessighetstest av hvorvidt tjenesten eller produktet er egnet eller hensiktsmessig for kunden, avhengig av hvilken type investeringstjeneste de tilbyr (punkt 7.3). Verdipapirforetaket foreslås også pålagt en plikt til å treffe alle nødvendige tiltak for å oppnå beste mulige resultat for kunden ved utførelse av kundeordre (punkt 7.5). Det foreslås en bestemmelse om håndtering av kundeordre (blant annet om rekkefølgen av utførelse av ordre), se omtale i punkt 7.6. Når det gjelder verdipapirforetakets tjenesteyting overfor såkalte «kvalifiserte motparter» (en gruppe profesjonelle kunder), foreslås at bestemmelsene om interessekonflikter, beste utførelse, god forretningsskikk og ordrehåndtering skal kunne fravikes, se omtale i punkt 7.7. I tråd med MiFID foreslås å åpne for at verdipapirforetak kan benytte tilknyttede agenter. Slike agenter kan bare være tilknyttet ett verdipapirforetak, og verdipapirforetaket skal være ansvarlig for agentens virksomhet, se punkt 7.8.

MiFID krever at verdipapirforetakene skal rapportere sine transaksjoner til tilsynsmyndigheten

(dvs. Kredittilsynet), og dagens ordning med rapportering direkte til børsen kan derfor ikke videreføres. De nærmere krav til oppgaveplikt og rapportering av handler omtales i punkt 7.9.

Et sentralt hensyn bak MiFID og lovforslaget, er å legge til rette for økt konkurranse mellom ulike markedsplasser for finansielle instrumenter, samtidig som investorer skal gis en reell mulighet til å undersøke om deres ordre er gjennomført på beste mulige vilkår. Det er derfor nødvendig med likeartede krav om offentliggjøring av kundeordre («pre trade transparency») og pris og volum i utførte handler («post trade transparency»), uavhengig av om handelen sluttet på en tradisjonell børs, en alternativ markedsplass (multilateralt handelssystem) eller internt i et verdipapirforetak. Det vises til nærmere omtale i punkt 7.10 og 7.11.

I punkt 7.12 drøftes en rekke andre spørsmål knyttet til verdipapirforetakenes virksomhet. Dette gjelder bl.a. den nærmere utforming av reglene for ansattes egenhandel. Under dette punktet foreslås også enkelte endringer i forhold til utvalgets forslag, som anses nødvendig for å bringe norske regler i samsvar med våre EØS-forpliktelser. Dette gjelder bl.a. et forslag om å oppheve gjeldende regler om verdipapirforetakenes egenhandel.

I kapittel 8 drøftes de nærmere reglene om *EØS-foretaks virksomhet i Norge* – enten ved grensekryssende virksomhet eller gjennom filial. Forslagene bygger i stor grad på gjeldende rett. Det er viktig å understreke sammenhengen mellom reglene som gir verdipapirforetakene rettigheter til å drive virksomhet innen hele EØS-området (omtales i kapittel 8), og reglene som pålegger slike foretak harmoniserte forpliktelser (omtales bl.a. i kapittel 6 og 7). Det er denne harmoniseringen av forpliktelser som legger grunnlaget for EØS-statenes gjensidige anerkjennelse av hverandres tillatelser, og slike tillatelser omtales derfor gjerne som et «pass» (passport) i EØS-sammenheng.

I kapittel 9 redegjøres for de nærmere regler om regulering og organisering av regulerte markeder. I tråd med utvalgets forslag foreslår departementet at bestemmelsene om regulerte markeder plasseres i en egen lov om regulerte markeder, som vil erstatte gjeldende børslov. Etter MiFID og den norske gjennomføringsloven, vil betegnelsen «regulert marked» være et sentralt koblingsord med hensyn til fastsettelse av både rettigheter og plikter. Til tross for at MiFID ikke skiller mellom børser og regulerte markeder, foreslås å opprettholde betegnelsen «børs» i norsk rett som en særskilt gruppe regulert marked. En børs vil alltid være et regulert marked, mens et regulert marked ikke trenger å

være en børs. Etter lovforslaget er skillet mellom regulert marked og børs noe mindre enn skillet mellom autorisert markedsplass og børs under gjeldende rett. De særskilte eierbegrensningsreglene for børser foreslås imidlertid ikke gjort gjeldende for regulerte markeder. Når det gjelder disse eierbegrensningsreglene, varsles en nærmere utredning av deres hensiktsmessighet.

I kapittel 10 gjøres nærmere rede for de *operasjonelle krav for regulerte markeder*. I tråd med MiFID og utvalgets forslag, foreslås en generell bestemmelse om opptak til handel på regulert marked. Det foreslås også en ny felles bestemmelse om suspensjon og strykning av finansielle instrumenter. I tillegg til det regulerte markedet, vil også Kredittilsynet etter forslaget kunne beslutte strykning og suspensjon. Videre foreslås en generell bestemmelse som vil gjelde medlemskap i regulerte markeder generelt. Et regulert marked skal ha gjennomsluttede og objektive regler om «medlemskap». Etter departementets syn bør det ikke i loven inntas et forbud mot at andre enn børsmedlemmer gis tilgang til markedet. Dette bør det være opp til det regulerte markedet å vurdere. I lys av at direktivet og gjennomføringsloven innfører en rekke harmoniserte krav til organiseringen av regulerte markeder, er regulerte markeder i MiFID gitt rettigheter til å tilby sine tjenester innen hele EØS-området, jf. de sammenlignbare reglene om «passport» rettigheter som gjelder for verdipapirforetak. For øvrig foreslås ingen vesentlige endringer i børslovgivningens regler om markedsovervåkning. Slike regler – og den praktiske oppfølgingen av disse – spiller en avgjørende rolle for å opprettholde tilliten til verdipapirmarkedet. Etter departementets vurdering er det viktig med et effektivt overvåkningssystem, som legger til rette for raske og følbare konsekvenser ved overtredelser av verdipapirlovgivningen.

I kapittel 11 drøftes den nærmere reguleringen av *multilaterale handelssystemer*, dvs. virksomhet knyttet til alternative markedsplasser for omsetning av finansielle instrumenter. Dette er nye regler i forhold til gjeldende lov, og forslaget vil gjennomføre MiFIDs regler om dette.

Tilsyns- og sanksjonsspørsmål i tilknytning til gjennomføring av MiFID drøftes i kapittel 12. Departementet foreslår å styrke tilsynsmyndighetens kompetanse på flere punkter som følge av MiFID. Formålet er å gi Kredittilsynet mer effektive håndhevelsesmidler overfor verdipapirforetak og regulerte markeder, slik at man på best mulig måte sikrer at virksomheten utøves i samsvar med lovgivningen. Blant annet foreslås det å utvide opplysnings- og utleveringsplikten overfor Kredittilsy-

net ved mistanke om overtredelser av verdipapirhandelloven. Det foreslås også en generell hjemmel om at Kredittilsynet skal kunne kreve opphør av handlinger som strider mot lovbestemmelser gitt i medhold av direktivet. Dessuten foreslås at Kredittilsynet skal kunne kreve strykning av et finansielt instrument fra handel dersom særlige grunner tilsier det. Departementet foreslår videre å lovfeste en plikt for verdipapirforetak og regulerte markeder om å melde fra til Kredittilsynet ved mistanke om ureglementerte markedsforhold, vesentlige regelbrudd og markedsmissbruk. Det foreslås også at Kredittilsynet skal kunne gi pålegg om salg av aksjer der en aksjeeier ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket, samt ved erverv av aksjer i strid med vedtak fra Kredittilsynet.

Departementet foreslår videre at sanksjonssystemet mot overtredelser av verdipapirhandelloven og lov om regulerte markeder styrkes ved at det innføres hjemmel for overtredelsesgebyr ved brudd på reglene om flagging og finansiell rapportering. Gjeldende regelverk om tilbakekall av tillatelser, pålegg om retting, daglig løpende mulkt, vinningsavståelse og straff mv. foreslås videreført.

1.3 Lovforslag til gjennomføring av rapporteringsdirektivet – proposisjonens del 2

Bestemmelser til gjennomføring av rapporteringsdirektivet foreslås tatt inn i ny verdipapirhandellov kapittel 4 og 5. Flere av bestemmelsene vil gi adgang for departementet til å fastsette nærmere regler i forskrift. Det foreslås at reglene om flagging inntas i lovens kapittel 4. Regler om periodisk informasjonsplikt foreslås inntatt i kapittel 5 del II. Gjeldende regler om utsteders løpende informasjonsplikt i børsforskriften §§ 5-2 og 10-2 (som gjennomfører markedsmissbruksdirektivet) foreslås videreført i ny verdipapirhandellov kapittel 5 del I, slik at reglene om utsteders løpende og periodiske informasjonsplikt reguleres samlet.

I proposisjonens kapittel 13 drøftes enkelte *generelle problemstillinger* knyttet til gjennomføringen av rapporteringsdirektivet i norsk rett. Departementet legger til grunn at hovedreglene i direktivet må anses oppfylt i gjeldende norsk rett. På noen punkter fraviker norsk rett fra direktivet, slik at det foreslås nødvendige regler for å tilpasse norsk rett til direktivet. I tillegg vil det være behov for en rekke endringer på detaljnivå.

Rapporteringsdirektivet innfører *prinsippet om hjemstattilsyn* innenfor EØS-området for utstedere

av finansielle instrumenter notert på regulert marked, jf. omtale i kapittel 14. Departementet foreslår at virkeområdet for regler om periodisk rapportering, informasjon til aksjeeiere mv. og flagging begrenses til å omfatte utstedere med Norge som hjemstat hvis omsettelige verdipapirer er opptatt til handel på regulert marked. Videre foreslås det bestemmelser som regulerer hvilke utstedere Norge er hjemstat for.

Departementet foreslår bestemmelser i ny verdipapirhandellov for å sørge for at norske regler for *periodisk rapportering* bringes i samsvar med direktivet, jf. omtale i kapittel 15. Det foreslås blant annet at utsteder skal avlegge årsrapport som skal inneholde årsregnskap, årsberetning, revisjonsberetning og en erklæring fra personene ansvarlig for avleggelsen av årsregnskapet om at årsregnskapet og årsberetningen gir et korrekt bilde av foretakets stilling og resultat. Videre foreslås det at utsteder skal avlegge halvårsrapport etter regnskapsårets første seks måneder. Departementet foreslår at det kan fastsettes nærmere bestemmelser om rapportering i forskrift, herunder regler om hyppigere rapportering i tillegg til halvårsrapportering.

Departementet foreslår i tråd med direktivet noen endringer i bestemmelsene om *flaggeplikt ved avhendelse og erverv mv. av større aksjeposter* i selskap hvis aksjer er notert på regulert marked, jf. omtale i kapittel 16. Flaggeplikten foreslås utvidet til å omfatte stemmerett til aksjer i visse tilfelle. Det foreslås at passering av flaggetersklene ved kapitalendringer skal omfattes av flaggeplikten, også i tilfelle der aksjonæren forholder seg passiv. Det foreslås videre at flaggeplikt vil oppstå dersom en persons eierandel/stemmerett knyttet til større aksjeposter passerer visse terskelgrenser ved erverv, avhendelse eller «annen omstendighet». Departementet foreslår at kravene til innholdet i flaggemeldinger skal fastsettes i forskrift. Det foreslås også nærmere regler om hvem som skal ha mottatt flaggemeldinger.

Departementet foreslår i tråd med direktivet en bestemmelse om *utstедers offentliggjøring av informasjonspliktige opplysninger*, jf. omtale i kapittel 17. Forslaget innebærer at utsteder eller annen person som har søkt om opptak til handel uten utstедers samtykke, skal offentliggjøre informasjonspliktige opplysninger på en effektiv og ikke-diskriminerende måte. Opplysninger som skal offentliggjøres skal sendes elektronisk til vedkommende regulerte marked som skal oppbevare disse på betryggende vis.

I kapittel 18 drøftes et forslag om *utstедers opplysningsplikt overfor verdipapir innehavere*. Det foreslås blant annet at departementet kan gi bestem-

melser i forskrift om at utsteder av aksjer eller gjeldsinstrumenter skal utpeke et foretak som sin representant overfor verdipapir innehaverne.

I tråd med rapporteringsdirektivet foreslås nye bestemmelser om *opplysningsplikt om endringer i aksjekapital, rettigheter, lån og vedtekter*, jf. omtale i kapittel 19. Det foreslås at aksjeutsteder senest ved utgangen av hver måned det finner sted en aksjekapital- eller stemmerettsendring, skal offentliggjøre en oversikt over aksjekapitalen og antall stemmer. Det foreslås at både aksjeutsteder og andre utsteder (typisk obligasjonsutsteder) straks skal offentliggjøre endringer i rettigheter til de omsettelige verdipapirene.

Et særlig spørsmål gjelder hvilket *språk* opplysninger skal gis på. Departementet foreslår at utsteder med Norge som hjemstat og som har verdipapirer kun opptatt til notering på norsk regulert marked skal gi opplysninger på norsk. Det foreslås å videreføre en adgang til dispensasjon fra språkkravet.

I kapittel 22 om *tilsyn og sanksjoner* foreslås det at Kredittilsynet skal være kompetent myndighet etter rapporteringsdirektivet. Det foreslås å videreføre bestemmelsene i gjeldende lov om Kredittilsynets kompetanse til å innhente opplysninger fra utstederforetak hvis omsettelige verdipapirer er opptatt til handel på norsk regulert marked og flaggepliktige investorer. Videre foreslås det å videreføre gjeldende bestemmelser om Kredittilsynets kontroll med at norske utsteder etterlever sine plikter med hensyn til innholdet i periodisk rapportering. Departementet foreslår videre en bestemmelse som gir departementet adgang til å delegere Kredittilsynets tilsyn med overholdelse av løpende informasjonsplikt til regulert marked. Departementet foreslår en bestemmelse om at Kredittilsynet kan ilegge overtredelsesgebyr ved brudd på bestemmelsene om løpende informasjonsplikt. Etter forslaget vil også regulert marked ha slik myndighet dersom departementet har delegert tilsynsmyndigheten i forhold til disse bestemmelsene.

1.4 Lovforslag til gjennomføring av direktivet om overtakelsestilbud mv. – proposisjonens del 3

Det sentrale hensynet bak regler om tilbudsplikt er beskyttelse av minoritetsaksjeeierne i målselskapet. Regler om tilbudsplikt må samtidig ivareta hensynet til behovet for strukturendringer i og kapitaltilførsel til næringslivet. Direktivet om overtakelsestilbud fastsetter grunnleggende regler for

oppkjøp av selskaper med aksjer notert på et regulert marked i en EØS-stat. Generelt er det imidlertid slik at de norske reglene om tilbudsplikt allerede går vesentlig lenger enn det som kreves i direktivet. Tilbudspliktssdirektivet er ikke til hinder for strengere nasjonale regler.

Regulering av overtakelsestilbud er ny i EØS-rettslig sammenheng. For å gjennomføre direktivet og dets prinsipper er det nødvendig med visse justeringer av norsk rett. Direktivet om overtakelsestilbud foreslås i hovedsak gjennomført gjennom endringer i verdipapirhandelloven kapittel 6. I tillegg foreslås viktige endringer i de norske reglene om overtakelsestilbud, som går lenger enn det som er nødvendig for å gjennomføre våre direktivforpliktelser.

I kapittel 25 drøftes tilbudspliktreglenes *virkeområde og enkelte sentrale definisjoner*.

I kapittel 26 behandles de sentrale spørsmål knyttet til *tilbudspliktsgrensen og gjentatt tilbudsplikt mv.* Det foreslås å senke tilbudspliktsgrensen fra erverv av aksjer som representerer mer enn 40 prosent av stemmene i selskapet til 1/3 av stemmene i selskapet. Departementet slutter seg her til flertallsforslaget fra utvalget. Videre foreslås å innføre gjentatt tilbudsplikt ved erverv av aksjer som representerer mer enn 40 og/eller 50 prosent av stemmene i selskapet. Forbudet mot at pliktige tilbud kan inneholde vilkår foreslås videreført. Blant annet som følge av forslaget om å senke tilbudspliktsgrensen foreslås enkelte endringer i bestemmelsen om tilbudsplikt ved etterfølgende erverv.

De nærmere reglene om *frivillige tilbud* drøftes i kapittel 27. Etter forslaget blir frivillige tilbud underlagt en noe mer omfattende regulering enn etter gjeldende rett. Blant annet foreslås en plikt til at den som har fattet en beslutning om å fremme et frivillig tilbud straks gir melding om dette til tilbudsmyndigheten og selskapet. Tilbudsmyndigheten skal offentliggjøre meldingen. Tilbyder og målselskapet skal umiddelbart etterpå informere sine ansatte. Plikten til å informere de ansatte foreslås også å gjelde i forhold til pliktige tilbud.

I kapittel 28 drøftes de *nærmere regler om tilbud og tilbudsdokumentet*. Etter forslaget skal tilbudet fremsettes innen rimelig tid etter at beslutning om fremsettelse av frivillig tilbud er fattet. Det foreslås innført en regel om at et frivillig tilbud skal angi en frist for aksjeeier til å akseptere tilbudet som ikke kan settes kortere enn to uker og ikke lengre enn ti uker.

Det foreslås enkelte nye krav vedrørende hvilke opplysninger som skal fremgå av tilbuds-dokumentet. Det foreslås enkelte utvidede krav til

styrets uttalelse om tilbudet. Videre foreslås en uttrykkelig plikt for tilbyder til straks å offentliggjøre resultatet av ethvert fremsatt tilbud.

Forslaget inneholder regler om gjensidig anerkjennelse av godkjennelse tilbudsdokument. Etter forslaget skal tilbudsdokument som er godkjent av kontrollmyndigheten i en annen EØS-stat, anses godkjent fra det tidspunkt det foreligger melding fra EØS-staten om at det er godkjent av kontrollmyndigheten i vedkommende EØS-stat. Tilbudsmyndigheten kan likevel stille krav om at tilbuds-dokumentet oversettes.

I kapittel 29 drøftes de nærmere regler om *oppkjøpsvern mv.* Det foreslås at regler om begrensninger i styrets og ledelsens handlefrihet i tilbudsperioden gis anvendelse både for pliktige og frivillige tilbud. Etter forslaget kan generalforsamlingen i norske noterte selskaper gjennom vedtektsregulering fastsette at direktivets regler om generalforsamlingens forhåndsgodkjennelse av forsvarstiltak og tilsidesettelse av omsetnings- og stemmerettsbegrensninger skal gjelde.

Tvangsinnløsning og innløsningsrett drøftes i kapittel 30. Det foreslås en egen bestemmelse i verdipapirhandelloven om tvangsinnløsning og innløsningsrett ved erverv gjennom frivillig eller pliktig tilbud av mer enn ni tideler av de stemmeberettede aksjene og de stemmer som kan avgis på generalforsamlingen.

Videre foreslås en ny presumsjonsregel for tilbudspris. Dersom tvangsinnløsning finner sted innen tre måneder etter utløpet av tilbudsfristen, følger det av forslaget at tilbudsprisen legges til grunn ved fastsettelsen av løsningssummen, hvis ikke særlige grunner tilsier en annen pris. Har tilbyder oppnådd eierandel som nevnt gjennom et frivillig tilbud, kan tilbyder etter forslaget på nærmere vilkår gjennomføre tvungen overføring av aksjer uten at det først er fremsatt et pliktig tilbud.

Tilbudsmyndigheten drøftes i kapittel 31. Det foreslås å videreføre ordningen med at det regulerte markedet der aksjene er notert skal utføre tilsyn og kontroll mht. overtakelsestilbud. Kontrollmyndigheten foreslås benevnt «tilbudsmyndigheten». Oslo Børs i dag er det eneste regulerte markedet for aksjer i Norge og vil etter forslaget fortsatt ha oppgaver knyttet til overtakelsestilbud. Etter forslaget skal det fremdeles være adgang til å fastsette at kompetansen som tilbudsmyndighet kan tillegges Kredittilsynet. Det foreslås samtidig å lovfeste en plikt for tilbudsmyndigheten til å samarbeide og utveksle informasjon med tilsvarende utenlandske myndigheter i spørsmål om overtakelsestilbud.

2 Bakgrunn for lovforslaget

2.1 Generelt om EØS-reglene om finansielle tjenester

Arbeidet med å integrere de europeiske finansmarkeder har vært et hovedsatsningsområde i EU de siste årene. Satsningen på finansmarkedsspørsmål viser seg dels ved vedtakelsen av en ambisiøs handlingsplan (Financial Services Action Plan) hvor det identifiseres en rekke tiltak som skal gjennomføres for å skape et reelt indre marked for finansielle tjenester, og dels ved nye måter å vedta finansmarkedslovgivning på i EU (Lamfalussy-prosessen). Det vises til nærmere omtale av Financial Services Action plan og Lamfalussy prosessen i Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) kapittel 2.

2.2 Direktiv 2004/39/EF (MiFID)

I NOU 2006:3 har Verdipapirmarkedsløvtutvalget beskrevet MiFID på følgende måte (NOU 2006: 3 punkt 1.1.2):

«MiFID ble vedtatt 21. april 2004 og publisert i Official Journal 30. april 2004. Frist for gjennomføring i nasjonal rett var i utgangspunktet 30. april 2006. I forslag til et endringsdirektiv er fristen for gjennomføring i nasjonal rett foreslått endret til 31. januar 2007, med nasjonal ikrafttredelse 1. november 2007.

MiFID ble inntatt i EØS-avtalen ved EØS-komiteens beslutning nr. 65/2005 av 29. april 2005. EØS-komiteens beslutning er foreløpig ikke godkjent av Stortinget.

MiFID er en del av EUs Financial Services Action Plan som blant annet sikter mot å fremskynde integreringen av de finansielle markedene og dermed medvirke til å sikre den europeiske økonomiens konkurransedyktighet.

Hovedformålet med MiFID er å bidra til å utvikle og sikre de europeiske verdipapirmarkedenes effektivitet, integritet, samt oversiktighet og å fremme investorenes tillit til markedet. Direktivet tar sikte på at transaksjoner skal være like effektive når alle parter og infrastrukturer er hjemmehørende i ulike medlemsstater, som når de er hjemmehørende i samme medlemsstat. Et sentralt virkemiddel for å oppnå dette er harmonisering av de nasjonale regel-

verk, blant annet i forhold til markedsstrukturer, krav til organisering av virksomheter, og foretakenes atferd. Hjemstatens autorisasjon skal gjelde for foretakenes virksomhet i hele EU/EØS-området (EØS-konsesjon), og under hjemstatens tilsyn.

MiFID erstatter direktiv 93/22/EØF om investeringstjenester på verdipapirområdet (ISD), som er en del av EØS-avtalen i dag. Direktivet er dels en revisjon og dels en videreutvikling av ISD. Begge direktivene bygger på de samme prinsippene for å ivareta nasjonale tilsyns- og håndhevelsesstrukturer.

MiFID endrer direktiv 2000/12/EF (bankdirektivet) for så vidt gjelder omfanget av tjenester som omfattes av reglene om markedsadgang i fellesskapsområdet for finansinstitusjoner og kredittinstitusjoner. MiFID innebærer også enkelte endringer i direktiv 85/611/EØF om samordning av lover og forskrifter om visse foretak for kollektiv investering i verdipapirer, samt direktiv 93/6/EØF om investeringsforetaks og kredittinstitusjoners kapitaldekningsgrad.

MiFID regulerer både yterne av investeringstjenester (verdipapirforetak og kredittinstitusjoner) og markedene for finansielle instrumenter.

Større deler av verdipapirforetakenes virksomhet kreves underlagt nasjonal regulering for å beskytte kunder og markedets virkemåte. Det stilles sett i forhold til ISD krav om konsekvensplikt for flere investororienterte tjenester, for eksempel investeringsrådgivning. Videre innebærer MiFID en utvidelse i forhold til ISD, ved at blant annet varederivater omfattes.

Direktivet stiller i forhold til ISD strengere krav til identifikasjon, håndtering og opplysningsplikt om interesselikhet mellom verdipapirforetakene og kundene, eller mellom kundene innbyrdes, ved utførelsen av investeringstjenester og tilknyttede tjenester. Kravene til nasjonale regler om investorbeskyttelse oppdateres for å ta hensyn til nye virksomhetsformer, ny markedspraksis og nye former for risiko og for å sikre at verdipapirforetak som handler for sluttinvestorers regning, utnytter alle handelsmuligheter for å oppnå et best mulig resultat for kunden.

Direktivet inneholder bestemmelser om ordretutførelsesmetoder (nye handelssystemer og verdipapirforetakenes interne ordreslutningssystemer). Direktivet inneholder også bestemmelser om offentliggjøring av kurser som kundene kan handle for i de ulike ordreslutningssystemene. Kravene til gjennomsiktighet i markedet (prisinformasjon mv.) forsterkes.

Regulerte markeder skal offentliggjøre opplysninger om ordre og handler i aksjer som utføres innenfor det regulerte markedets system. I den utstrekning verdipapirforetakene medvirker til handler i aksjer noterte utenfor det regulerte markedets system skal disse handlene offentliggjøres av verdipapirforetaket selv. Dette kan gjøres gjennom det regulerte markedet som i dag, men kan også gjøres på andre måter. Verdipapirforetak som på en organisert, jevnlig og systematisk måte handler for egen regning ved å utføre kundeordre utenfor regulert marked eller MHF (systematisk internaliserer), skal også offentliggjøre bindende priser for visse verdipapirer.

Direktivet åpner for å lempe på kravene til beskyttelse av kunden når kunden er å anse som en kvalifisert motpart. Med kvalifisert motpart menes blant annet institusjoner med særskilt tillatelse til å drive virksomhet på finansmarkedsområdet, for eksempel banker, verdipapirforetak og forsikringsselskap.

I påvente av harmonisert regulering av avregnings- og oppgjørssystemer, inneholder direktivet bare enkelte bestemmelser om verdipapiroppjøret. Bestemmelsene går primært ut på å sikre lik tilgang til oppgjørssystemer for alle verdipapirforetak med EØS-konsesjon, samt å sikre at nasjonale markedsplasser som hovedregel kan benytte slike systemer i hele EØS-området.

MiFID er et rammedirektiv (nivå 1), som forutsettes utfyllt gjennom regelverk (nivå 2) fastsatt ved komitologiprosedyrer. Slike utfyllende rettsakter antas å være EØS-relevante og forventes tatt inn i EØS-avtalen. Komitologiprosedyrene innebærer at Kommisjonen har fått delegert myndighet fra Rådet, men bistås av eksperter fra medlemsstatene, se nærmere i Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) side 8-9. Utarbeidelse av utfyllende rettsakter foregår ved at Kommisjonen, i samråd med European Securities Committee (ESC), gir Committee of European Securities Regulators (CESR) mandat til å utforme utkast til rettsakter. Disse utkastene (eventuelt med endringer) krever tilslutning fra både Kommisjonen og ESC for å bli vedtatt som kommisjonsrettsakter. Norge er representert i begge komiteene. I CESR er Kredittilsynet medlem, mens Finansdepartementet har

observatørstatus i ESC. På verdipapirområdet er slike utfyllende rettsakter blant annet fastsatt med hjemmel i markedsmisbruksdirektivet og prospektdirektivet.»

Direktiv 2006/31/EF ble vedtatt 5. april 2006, og endrer MiFIDs gjennomføringsfrist. I henhold til dette direktivet er fristen for medlemsstatene til å vedta nasjonale regler til gjennomføring satt til 31. januar 2007. Fristen for ikrafttredelse er satt til 1. november 2007.

Stortinget har godkjent EØS-komiteens beslutning om å innlemme MiFID i EØS-avtalen, jf. Innst. S. nr. 109 (2005-2006) og St.prp. nr. 40 (2005-2006).

Kommisjonen har som det fremgår av omtalen ovenfor, vedtatt utfyllende bestemmelser til MiFID (nivå 2). Disse er inntatt i kommisjonsdirektiv 2006/73/EF og i kommisjonsforordning (EF) nr. 1287/2006 (heretter også kalt gjennomføringsdirektivet og gjennomføringsforordningen). Gjennomføringsdirektivet og forordningen inneholder som nevnt utfyllende regler til MiFIDs bestemmelser.

Gjennomføringsdirektivet gir til dels detaljerte utfyllende bestemmelser til en rekke av artiklene i verdipapirmarkedsdirektivet 2004/39/EF (MiFID). Dette gjelder artiklene 4 (definisjoner), 13 (organisatoriske krav), 18 (interessekonflikter), 19 (om forretningsvilkår), 21 (beste resultat ved utførelse av ordre), 22 (håndtering av kundeordre) og 24 (kvalifisert motpart).

Gjennomføringsdirektivet omhandler for det første nærmere detaljerte regler knyttet til enkelte av definisjonene i MiFID. Dette for å kunne ta hensyn til utviklingen i finansielle markeder og sørge for lik håndhevelse av direktivet.

Dernest er det gitt nærmere spesifiserte regler om organisatoriske krav til verdipapirforetakene som yter nærmere definerte investeringstjenester. Dette gjelder blant annet generelle krav til verdipapirforetakene som for eksempel krav om beslutningsprosedyrer og organisasjonsstruktur som angir spesifiserte rapporteringslinjer og allokterer ansvar i verdipapirforetakene. Et annet krav er at verdipapirforetakene plikter å ansette personell med nødvendig kompetanse, kunnskap og ekspertise i forhold til vedkommendes ansvarsområde. Innenfor organisatoriske krav er det gitt uttrykkelige regler om «overholdelsesfunksjoner» i verdipapirforetakene. Både med hensyn til at verdipapirforetak skal etablere og handle i henhold til internkontrollregler og at det skal være en permanent og effektiv overholdelsesfunksjon med nærmere beskrevne oppgaver i foretakene som yter investeringstjenester.

Tilsvarende er det gitt utfyllende regler om risikostyring og regler for å håndtere den risiko som er forbundet med virksomheten.

Gjennomføringsdirektivet gir videre utfyllende regler om at verdipapirforetakene skal etablere og ha effektive prosedyrer for å håndtere kundefølsomhet. Slike prosedyrer skal være tilgjengelige for kundene. Videre er det gitt nærmere regler om at verdipapirforetakene skal ha interne regler knyttet til personlige transaksjoner som foretas av noen av foretakets ansatte for å søke å forhindre eventuelle interessekonflikter.

Det er gitt nærmere organisatoriske regler om utkontraktering med den hensikt å unngå økt operasjonell risiko, samt sørge for at investeringstjenestene ytes på tilfredsstillende måte også når tjenestene ytes gjennom tredjemann. Videre er det gitt utfyllende organisatoriske regler med hensyn til forsvarlig oppbevaring av kundemidler, særlig i tilfelle verdipapirforetakets insolvens og for å hindre verdipapirforetakets bruk av klienters finansielle instrumenter for egen regning uten uttrykkelig samtykke.

Gjennomføringsdirektivet gir utfyllende organisatoriske og operasjonelle regler for å forebygge interessekonflikter og angir blant annet nærmere i hvilke situasjoner det vil kunne foreligge potensielle interessekonfliktsituasjoner. Videre er det gitt utfyllende krav til foretakets interne retningslinjer for å forebygge interessekonfliktsituasjoner i nærmere beskrevne situasjoner. Direktivet gir nærmere regler med hensyn til verdipapirforetakets plikt til å utføre investeringstjenester på ærlig, redelig og profesjonell måte til beste for kunden uten særskilte motiv, og det angis en nærmere konkretisering av hvordan foretaket kan opptre korrekt i så måte.

Videre gir direktivet detaljerte regler om krav til den informasjon verdipapirforetakene gir til sine forbrukerkunder (retail investors) eller potensielle forbrukerkunder, og hvordan informasjonen kan karakteriseres som tydelig, korrekt og ikke villedende. Det er også gitt utfyllende bestemmelser om hvilken generell informasjon (potensielle) kunder skal motta fra verdipapirforetaket, herunder regler om hvilken informasjon kundene skal motta og når kundene skal motta slik informasjon. Tilsvarende er det gitt utfyllende regler om krav til verdipapirforetakene for å sikre at de innhenter tilstrekkelig informasjon fra potensielle kunder med hensyn til kundens kunnskap om og erfaring med den aktuelle investeringstjenesten eller det aktuelle produktet kunden etterspør/tilbys. Dette for at verdipapirforetaket skal settes i stand til å vurdere hvorvidt tjenesten eller produktet er hensiktsmes-

sig for den enkelte kunde. Videre inneholder gjennomføringsdirektivet utfyllende regler om verdipapirforetakets plikt til å gi kundene rapport som inneholder essensiell informasjon om de tjenester foretaket har utført.

Gjennomføringsdirektivet inneholder nærmere detaljerte regler om verdipapirforetakets plikt med hensyn til å oppnå et best mulig resultat for kundene ved utførelse av investeringstjenester. Bestemmelsene inneholder krav til hvilke kriterier som må være oppfylt fra foretakets side for å oppfylle MiFIDs krav med hensyn til beste resultat for verdipapirforetakets kunder. Ved ytelse av investeringstjenesten aktiv forvaltning gjelder særskilte regler. Videre er det gitt utfyllende generelle prinsipper om behandling av kunders ordre som skal sikre øyeblikkelig, redelig og hurtig utføring av kundeordre, herunder nærmere vilkår som må foreligge før verdipapirforetaket kan utføre kundens ordre, samt regler om verdipapirforetakets egenhandel og at denne ikke skal komme i konflikt med korrekt utførelse av kundeordre. Sist nevnes at direktivet inneholder utfyllende regler for transaksjoner som inngås mellom eller på vegne av profesjonelle kunder, herunder nærmere om hvem som kan klassifiseres som profesjonell kunde. Overfor profesjonell kunde er det mindre strenge krav til verdipapirforetakenes forpliktelser sammenlignet med andre kunder.

Gjennomføringsforordningen gir også utfyllende bestemmelser til en rekke bestemmelser i MiFID. Forordningen må gjennomføres «som sådan» i norsk rett, jf. EØS-avtalen art. 7. Dette innebærer et krav om ordrett gjennomføring.

De utfyllende bestemmelsene gjelder krav til arkivering (record-keeping), transaksjonsrapportering, informasjon til markedet (pre-trade transparency og post-trade transparency), opptak til børsnotering, derivatinstrumenter, m.v.

Forordningen gir utfyllende, presiserende og definerende bestemmelser av til dels teknisk karakter og med til dels høy detaljgrad. Det gis bl.a. regler om verdipapirforetakenes registrering og oppbevaring av opplysninger og om mottak og håndtering av kundeordre og transaksjoner, rapportering av transaksjoner, tilsynssamarbeid og utveksling av opplysninger om rapportert informasjon, diverse regler om gjennomsiktighet i markedet (transparency), krav til offentliggjøring av ulike typer kundeordre, regler om hvem som er systematiske internhandlere i aksjer, krav til offentliggjøring av gjennomførte transaksjoner, og regler om hvordan pliktig pre- og post trade informasjon skal offentliggjøres. Videre regulerer forordningen opptak til notering av ulike typer finan-

sielle instrumenter og tar for seg visse sider av forholdet til andre relevante direktiver (bl.a. UCITS) (art. 35-37). Det gis videre visse tilleggskrav til definisjoner av derivater i MiFID vedlegg I avsnitt C (7) og (10) (art. 38-39).

Kommisjonen skal revurdere enkelte regler innen to år (art. 40)

2.3 Direktiv 2004/109/EF (rapporteringsdirektivet)

Departementet fremmer i denne proposisjonen forslag til bestemmelser i ny verdipapirhandellov til gjennomføring av EØS-regler tilsvarende direktiv 2004/109/EF «*on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market*» (rapporteringsdirektivet, av utvalget og høringsinstansene omtalt som transparencydirektivet) i norsk rett. Gjennomføringsfristen for rapporteringsdirektivet var 20. januar 2007. Direktivet ble inntatt i EØS-avtalen ved EØS-komiteens beslutning nr. 120/2005 av 30. september 2005.

Rapporteringsdirektivet tar sikte på å harmonisere kravene til hvilke opplysninger utstedere og innehavere av omsettelige verdipapirer som er notert på et regulert marked, må gi til markedet. Dessuten inneholder direktivet bestemmelser om hvordan slike opplysninger skal offentliggjøres. Med direktivet oppheves en rekke av bestemmelsene i direktiv 2001/34/EF om samordning av vilkårene for opptak av verdipapirer til offisiell notering på en fondsbørs (opptaksdirektivet), jf. art. 32.

Formålet med rapporteringsdirektivet er å bedre investorenes trygghet, forbedre de europeiske kapitalmarkedenes effektivitet, åpenhet og integritet og ved dette tiltrekke investorer til det europeiske verdipapirmarkedet, jf. fortalens første avsnitt. Direktivet vil fjerne en rekke nasjonale hindre ettersom ulike rapporteringsregler i medlemsstatene kan gjøre det vanskelig å få verdipapirene tatt opp til handel på regulerte markeder i flere EØS-stater. For å nå disse målene er det i direktivet særlig lagt opp til en styrking av minstekravene for hvilke regnskapsopplysninger mv. utstederne skal gi til markedet periodevis i løpet av regnskapsåret. Direktivet må ses i sammenheng med forordning nr. 1606/2002 om anvendelse av internasjonale regnskapsstandarder (IFRS-forordningen), direktivet om markedsmissbruk, direktivet om prospekter og direktivet om overtakelsestilbud.

Rapporteringsdirektivet bygger på prinsippet om hjemstatstilsyn innenfor EØS for utstedere med finansielle instrumenter notert på regulert marked. Direktivet gir en adgang for utstедers hjemstat til å pålegge blant annet utstedere og aksjonærer strengere krav enn de som følger av direktivet. En vertsstat kan derimot ikke pålegge strengere krav enn de som følger av direktivet.

Rapporteringsdirektivet inneholder regler om offentliggjøring av en revidert årsrapport og en styreberetning innen fire måneder etter regnskapsårets utgang, jf. art. 4. Det stilles også krav til offentliggjøring av en halvårsrapport, samt en ajourføring av den seneste årlige styreberetning. Selskaper som kun har gjeldsinstrumenter opptatt til handel blir etter direktivet forpliktet til å offentliggjøre halvårsrapporter for regnskapsårets seks første måneder, jf. art. 5 nr. 1. Direktivet regulerer ikke hvilket «regnskapsspråk» (norsk regnskapslovgivning, IFRS, US GAAP mv.) som regnskapspliktige skal rapportere etter. Det er i direktivet heller ikke inntatt nærmere regler om regnskapsmessig konsolidering. Direktivet bygger på annen fellesskapslovgivning for så vidt gjelder disse spørsmålene.

Rapporteringsdirektivet inneholder også krav til at informasjon skal være lett tilgjengelig innen EØS. Utstederne skal kunne gi opplysninger på et språk som normalt anvendes i den internasjonale finansverdenen, jf. art. 20. Direktivet inneholder også bestemmelser med hensyn til hvordan opplysningene skal offentliggjøres teknisk sett. Dette for å bedre forholdene for investorer fra en annen medlemsstat. I denne forbindelse kan også nevnes direktivets regler med sikte på å lette investorenes påvirkning ved stemmegivning og lignende, jf. art. 17 flg. Videre inneholder direktivet bestemmelser om investorers flaggeplikt ved endringer i eierskap, når erverv eller avhendelse medfører at vedkommende investor samt eventuelle personer eller juridiske enheter som denne investoren kan identifiseres med, passerer nærmere angitte grenser for eierskap eller stemmerett, jf. art. 9 flg.

Direktivet forutsetter at ansvaret for oppfyllelsen av bestemmelsene som er omhandlet i direktivet skal tillegges en kompetent myndighet som skal være den samme som er utpekt etter direktiv 2003/71/EF (prospektdirektivet).

Det er i en rekke av direktivets bestemmelser gitt hjemmel for Kommisjonen til å fastsette rettsakter til utfylling av direktivet (nivå 2-regler). Direktivet er forutsatt utfyllt av et forslag til kommisjonsdirektiv (ESC 34/2005).

2.4 Direktiv 2004/25/EF (direktivet om overtakelsestilbud)

Direktiv 2004/25/EF om overtakelsestilbud (direktivet) av 21. april 2004 ble vedtatt av Rådet den 30. mars 2004. Direktivet ble publisert i Official Journal 30. april 2004. Når det gjelder prosessen med utarbeidelse og vedtakelse av direktivet, vises det til beskrivelse i NOU 2005: 17 kapittel 1. Frist for gjennomføring av direktivet i nasjonal rett for EUs medlemsstater var 20. mai 2006. Direktivet er en del av EUs Financial Services Action Plan (FSAP), som skal bidra til å fremskynde integreringen av de finansielle markedene og dermed medvirke til å sikre den europeiske økonomiens konkurransedyktighet. Det vises til nærmere omtale av gjennomføring av EØS-forpliktelser på finansmarkedsområdet i Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) kapittel 2.

Direktivet om overtakelsestilbud har til formål å fremme integreringen av de europeiske markedene ved å skape felles rammer for overtakelsestilbud for selskaper som er opptatt til notering på regulert marked innen EØS-området. Direktivet fastsetter grunnleggende spilleregler for oppkjøp av selskaper med aksjer notert på et regulert marked i en EØS-stat. Regulering av overtakelsestilbud er nytt i EØS-rettslig sammenheng. Hovedhensynet bak direktivet er beskyttelse av minoritetsaksjeeierne i målselskapet. Beskyttelsen fremtrer i direktivet særlig ved at minoritetsaksjeeierne skal gis muligheten til å selge sine aksjer når kontrollen i selskapet endres, til en pris som sikrer minoriteten en del av kontrollpremien tilbyder har betalt for sin posisjon i målselskapet. Samtidig skal direktivet legge til rette for strukturendringer i næringslivet.

Direktivet stiller krav til at medlemsstatenes regler om overtakelsestilbud skal gjelde ethvert selskap som er hjemmehørende og notert i EØS-området, selv om selskapet kun er notert eller hjemmehørende i den aktuelle medlemsstaten. Aksjeeiernes nasjonalitet er uten betydning.

Direktivet skal bidra til å forenkle grenseoverskridende overtakelsestilbud. Direktivet pålegger medlemsstatene å sikre overholdelsen av en rekke prinsipper. Videre tar direktivet sikte på å sikre likebehandling av aksjeeierne, markedets integritet og selskapets drift under prosessen. Blant annet oppstilles krav til selskapenes informasjon om kapitalstruktur, aksjeeierstruktur, oppkjøpsvern og krav til gjennomsiktighet i og prosedyrer for overtakelsessituasjoner.

Direktivet har bestemmelser om pliktige tilbud ved erverv av kontroll i målselskapet og nærmere

krav til frivillige tilbud der formålet er å oppnå kontroll. Direktivet oppstiller krav til tilbudspris ved pliktige tilbud og beregning av denne, samt formen for vederlag.

Direktivet inneholder nærmere regler om fremsettelse av overtakelsestilbud. Dette gjelder bl.a. krav om fremsettelse av melding om resultat av tilbud, regler om tilbudsperiodens lengde, og krav til at ansatte gis informasjon i forbindelse med overtakelsestilbud. I direktivet oppstilles krav til gjensidig anerkjennelse av andre EØS-staters forhåndsgodkjennelse av tilbudsdokumentet, såkalt «single passport» for tilbudsdokumenter, med visse modifikasjoner. Direktivet stiller videre visse minstekrav til tilbudsdokumentets innhold og offentliggjøring av tilbudsdokument.

Direktivet inneholder videre regler om tvangsinnløsning av og innløsningsrett for minoritetsaksjeeiere i forbindelse med overtakelsestilbud. Direktivet stiller videre bestemmelser om oppkjøpsvern. Disse bestemmelsene er i hovedsak gjort frivillige. Direktivet krever at hver medlemsstat utpeker en nasjonal «supervisory authority» – tilsynsmyndighet – med ansvar for kontroll og etterlevelse av oppkjøpsregelverket. Det er etter direktivet krav om effektive og forholdsmessige sanksjoner ved overtredelser av bestemmelser gjennomført i henhold til direktivet. Det nærmere innhold av slike sanksjoner er overlatt til medlemslandene.

2.5 Utvalgets mandat

Ved kongelig resolusjon 2. juli 2004 ble Verdipapirmarkedslovutvalget oppnevnt, og utvalget fikk i mandat å foreslå nødvendige regelverksendringer for å gjennomføre de tre EØS-relevante direktiver på verdipapirmarkedsområdet i norsk rett.

Følgende ble oppnevnt som medlemmer i Verdipapirmarkedslovutvalget:

- Professor dr. juris Rune Sæbø, utvalgsleder (Universitetet i Bergen)
- Ekspedisjonssjef Jan Bjørland (Finansdepartementet)
- Administrerende direktør Per Broch Mathisen (Norges Fondsmeglerforbund)
- Juridisk direktør Atle Degré (Oslo Børs ASA)
- Avdelingsdirektør Ingebjørg Harto (NHO)
- Advokat Ida Espolin Johnson (Aksjonærforeningen)
- Advokat Erik Thrane (Nord Pool ASA/Nordic Association of Energy Traders)
- Advokat Hilde J. Vihovde (FNH/Sparebankforeningen/Verdipapirfondenes forening)

- Spesialrådgiver Lisbeth Økland (Kredittilsynet)

Sekretariatet i Verdipapirmarkedslovutvalget har for NOU 2005: 17 bestått av:

- Rådgiver Kjetil Wibe (Finansdepartementet)
- Rådgiver Christoffer Bergene (Kredittilsynet)
- Førstekonsulent Cornelius Sogn Ness (Finansdepartementet)

Sekretariatet i Verdipapirmarkedslovutvalget har for NOU 2006: 3 bestått av:

- Rådgiver Kjetil Wibe (Finansdepartementet)
- Spesialrådgiver Gaute Gravir (Kredittilsynet)
- Rådgiver Hege Dahl (Finansdepartementet)

Utvalget fikk følgende mandat:

- «1. Utvalget skal foreslå regler (lovendringer og forskrifter) som kan gjennomføre følgende direktiver i norsk rett:
 - verdipapirmarkedsdirektivet (direktiv 2004/39/EF),
 - direktivet om overtakelsestilbud (direktiv 2004/25/EF), samt
 - direktivet om løpende rapportering (ennå ikke formelt vedtatt)
2. De aktuelle direktivene er «rammedirektiver» som i stor utstrekning skal utfylles av mer detaljerte regler gjennom den såkalte komitologiprosedyren i EU. Disse utfyllende reglene er ennå ikke vedtatt, men skal gjennomføres innen samme frist som rammedirektivene. Utvalget skal derfor også foreslå regler som kan gjennomføre slike utfyllende EU-regler.

Norske myndigheter (Finansdepartementet) deltar med observatørstatus i EUs arbeid med utfyllende regler i European Securities Committee (ESC). Ved behov skal utvalget bistå norske myndigheter i å utforme innspill i dette arbeidet.
3. I tillegg til å vurdere gjennomføring av direktivet om overtakelsestilbud skal utvalget ta stilling til om det (uavhengig av direktivet) er behov for endringer i de norske reglene om tilbudsplikt mv.
4. I den grad det anses hensiktsmessig kan utvalget foreslå regler som ikke er påkrevd for å gjennomføre direktivene, men som har en naturlig sammenheng med direktivenes regulering.
5. Utvalget bør i sitt arbeid også se hen til det tilsvarende arbeidet med gjennomføringen av direktivene i andre EØS-land, særlig i andre nordiske land.
6. Utvalget skal utrede økonomiske og administrative konsekvenser av de forslag som fremmes. Konsekvenser skal utredes både

for det offentlige og for private aktører som berøres av forslagene.

7. Utvalget skal avgi sin utredning til Finansdepartementet innen 20. august 2005. Finansdepartementet skal holdes orientert om utvalgets arbeid. Finansdepartementet kan gjøre endringer, utdypninger og tillegg i mandatet.»

Utvalget overleverte 25. august 2005 sin første utredningen om gjennomføring av direktivet om overtakelsestilbud til Finansdepartementet. Utredningen er trykket som NOU 2005: 17 Om overtakelsestilbud (tilbudsplikt og frivillige tilbud ved oppkjøp av selskaper).

Utvalget overleverte 21. februar 2006 sin andre utredning om gjennomføring av MiFID og transparencydirektivet til Finansdepartementet. Utredningen er trykket som NOU 2006:3 Om markeder for finansielle instrumenter.

2.6 Høring

2.6.1 Høring av NOU 2005: 17 «Om overtakelsestilbud»

Utredningen ble sendt på høring 1. september 2005 med høringsfrist 5. desember 2005 til følgende instanser:

Alle departementene

Akademikerne

Aksjonærforeningen i Norge

Arbeidsgiverforeningen for Skip og

Offshorefartøyer

Arbeidsgiverforeningen NAVO

Banklovkommisjonen

Brønnøysundregistrene

Datatilsynet

De selvstendige kommunale pensjonskasser

Den Norske Advokatforening

Den norske Revisorforening

Det juridiske Fakultet, Universitetet i Bergen

Det juridiske Fakultet, Universitetet i Oslo

Det juridiske Fakultet, Universitetet i Tromsø

Eiendomsmeglerforetakenes Forening

Energibedriftenes Landsforening

Finansforbundet

Finansieringsselskapenes forening

Finansnæringens Hovedorganisasjon

Folketrygdfondet

Forbrukerombudet

Forbrukerrådet

Handels- og Servicenæringenes Hovedorganisasjon

Handelshøyskolen BI

International Maritime Exchange ASA (IMAREX)
 Konkurransetilsynet
 Kredittilsynet
 KS
 Landsorganisasjonen i Norge
 Lotteri- og stiftelsestilsynet
 Nord Pool ASA
 Nordic Association of Energy Traders (NAET)
 Nordisk Energimeglerforbund (NEBA)
 Norges Autoriserte Regnskapsføreres Forening
 Norges Bank
 Norges Eiendomsmeglerforbund
 Norges Fondsmeglerforbund
 Norges Handelshøyskole
 Norges Kommunerevisorforening
 Norges Rederiforbund
 Norges Skogeierforbund
 Norsk Bedriftsforbund
 Norsk Investorforum
 Norsk Kraftforvalterforening
 Norsk Tillitsmann ASA
 Norsk Venture Kapitalforening
 Norske Boligbyggelags Landsforbund
 Norske Finansanalytikerens Forening
 Norske Forsikringsmeglerens Forening
 Norske Kredittopplysningsbyråers Forening
 Norske Pensjonskassers Forening
 Norske Siviløkonomers Forening
 NOS Clearing ASA
 NTL-Skatt
 Næringslivets Hovedorganisasjon
 Oljeindustriens Landsforening
 Oslo Børs
 Regjeringsadvokaten
 Revisjonssjefkretsen
 Riksadvokaten
 Riksrevisjonen
 Rikstrygdeverket
 Sjøassurandørenes Centralforening
 Skattebetalerforeningen
 Skattedirektoratet
 Skatterevisorenes Forening
 Sparebankforeningen i Norge
 Statistisk sentralbyrå
 Stortingets ombudsmann for forvaltningen
 Utdanningsgruppens Hovedorganisasjon
 Verdipapirfondenes Forening
 Verdipapirsentralen
 Yrkesorganisasjonenes Sentralforbund
 ØKOKRIM
 Økonomiforbundet

Følgende høringsinstanser har gitt merknader til utredningen:
 Aksjonærforeningen

Brønnøysundregistrene
 Finansnæringens Hovedorganisasjon
 Folketrygdfondet
 Handels- og Servicenæringens Hovedorganisasjon
 Handelshøyskolen BI
 Justis- og politidepartementet
 Konkurransetilsynet
 Kredittilsynet
 Landsorganisasjonen i Norge
 Norges Bank
 Norges Fondsmeglerforbund
 Norske Finansanalytikerens Forening
 Nærings- og handelsdepartementet
 Næringslivets Hovedorganisasjon
 Oslo Børs
 Sparebankforeningen i Norge
 Statistisk sentralbyrå

Følgende høringsinstanser har opplyst at de ikke har merknader til utredningen:
 Arbeids- og sosialdepartementet
 Arbeidsgiverforeningen NAVO
 Barne- og familiedepartementet
 Datatilsynet
 Den norske Revisorforening
 Eiendomsmeglerforetakenes Forening
 Energibedriftenes landsforening
 Fiskeri- og kystdepartementet
 Forbrukerrådet
 Forsvarsdepartementet
 Helse- og omsorgsdepartementet
 Kommunal- og regionaldepartementet
 KS Bedrift
 Landbruks- og matdepartementet
 Lotteri- og stiftelsestilsynet
 Miljøverndepartementet
 Moderniseringsdepartementet
 Norges Eiendomsmeglerforbund
 Norske Pensjonskassers Forening
 Olje- og energidepartementet
 Regjeringsadvokaten
 Riksadvokaten
 Skattebetalerforeningen
 Skattedirektoratet
 Utenriksdepartementet

2.6.2 Høring av NOU 2006: 3 «Om markeder for finansielle instrumenter»

NOU 2006: 3 ble sendt på høring ved Finansdepartementets brev 28. februar 2006. Høringsfristen var 29. mai 2006. Utredningen ble sendt til følgende høringsinstanser:
 Alle departementene
 Akademikerne

Aksjonærforeningen i Norge
 Arbeidsgiverforeningen for Skip og
 Offshorefartøyer
 Arbeidsgiverforeningen NAVO
 Banklovkommisjonen
 Brønnøysundregistrene
 Datatilsynet
 De selvstendige kommunale pensjonskasser
 Den Norske Advokatforening
 Den norske Revisorforening
 Det juridiske Fakultet, Universitetet i Bergen
 Det juridiske Fakultet, Universitetet i Oslo
 Det juridiske Fakultet, Universitetet i Tromsø
 Eiendomsmeglerforetakenes Forening
 Energibedriftenes Landsforening
 Finansforbundet
 Finansieringsselskapenes forening
 Finansnæringens Hovedorganisasjon
 Folketrygdfondet
 Forbrukerombudet
 Forbrukerrådet
 Handels- og Servicenæringenes Hoved-
 organisasjon
 Handelshøyskolen BI
 International Maritime Exchange ASA (IMAREX)
 Konkurransetilsynet
 Kredittilsynet
 KS
 Landsorganisasjonen i Norge
 Lotteri- og stiftelsestilsynet
 Nord Pool ASA
 Nordic Association of Energy Traders (NAET)
 Nordisk Energimeglerforbund (NEBA)
 Norges Autoriserte Regnskapsføreres Forening
 Norges Bank
 Norges Eiendomsmeglerforbund
 Norges Fondsmeglerforbund
 Norges Handelshøyskole
 Norges Kommunerevisorforening
 Norges Rederiforbund
 Norges Skogeierforbund
 Norsk Bedriftsforbund
 Norsk Investorforum
 Norsk Kraftforvalterforening
 Norsk Tillitsmann ASA
 Norsk Venture Kapitalforening
 Norske Boligbyggelags Landsforbund
 Norske Finansanalytikerens Forening
 Norske Forsikringsmeglerens Forening
 Norske Kredittopplysningsbyråers Forening
 Norske Pensjonskassers Forening
 NOS Clearing ASA
 NTL-Skatt
 Næringslivets Hovedorganisasjon
 Oljeindustriens Landsforening

Oslo Børs
 Regjeringsadvokaten
 Revisjonssjefkretsen
 Riksadvokaten
 Riksrevisjonen
 Rikstrygdeverket
 Siviløkonomene
 Sjøassurandørenes Centralforening
 Skattebetalerforeningen
 Skattedirektoratet
 Skatterevisorenes Forening
 Sparebankforeningen i Norge
 Statistisk sentralbyrå
 Stortingets ombudsmann for forvaltningen
 Utdanningsgruppens Hovedorganisasjon
 Verdipapirfondenes Forening
 Verdipapirsentralen
 Yrkesorganisasjonenes Sentralforbund
 ØKOKRIM
 Økonomiforbundet

Følgende høringsinstanser har avgitt merknader til utredningen:

Aksjonærforeningen i Norge
 De nordiske fondsmeglerforbundene og børsene i
 Norex-alliansen
 Den Norske Advokatforening
 Den norske Revisorforening
 Energibedriftenes landsforening
 Finansnæringens Hovedorganisasjon (felles utta-
 lelse med Sparebankforeningen)
 Justisdepartementet
 Konkurransetilsynet
 Kredittilsynet
 Nord Pool ASA
 Nordic Association of Electricity (NAET)
 Nordisk kraftmeglerforbund
 Norges Bank
 Norges Fondsmeglerforbund
 Norsk Kraftforvalterforening
 Norsk Tillitsmann ASA
 Norsk Venture
 Norske Pensjonskassers forening
 Næringslivets Hovedorganisasjon
 Oslo Børs
 Sparebankforeningen (felles uttalelse med
 Finansnæringens Hovedorganisasjon)
 Statistisk sentralbyrå
 Verdipapirfondenes Forening
 Økokrim

Følgende høringsinstanser har opplyst at de ikke har merknader til utredningen:

Arbeidsgiverforeningen NAVO
 Barne- og likestillingsdepartementet

Brønnøysundregistrene
Fiskeri- og kystdepartementet
Forbrukerrådet
Fornyings- og administrasjonsdepartementet
Forsvarsdepartementet
Helse- og omsorgsdepartementet
Kommunal- og regionaldepartementet
KS

Landbruks- og matdepartementet
Landsorganisasjonen i Norge
Regjeringsadvokaten
Riksadvokaten
Skattebetalerforeningen
Utenriksdepartementet
Økonomiforbundet

Del I
Gjennomføring av MiFID i norsk rett

3 Generelt om gjennomføringen av MiFID i norsk rett

3.1 Utvalgets generelle vurderinger

Utvalget har gjort rede for sine prinsipielle utgangspunkter ved gjennomføringen av MiFID i norsk rett i NOU 2006:3 punkt 1.1.6, hvor det bl.a. uttales følgende:

«Utvalgets prinsipielle utgangspunkt er at det på verdipapirområdet bør fastsettes en institusjonslov og en atferdslov. Med dette ville for eksempel reguleringen av verdipapirforetak, regulerte markeder og oppgjørssentraler blitt samlet ett sted, og reguleringen av oppkjøpstilbud, prospekter, markedsmissbruk mv. samlet ett annet sted. Gitt tidsrammen har utvalget ikke funnet det hensiktsmessig å prioritere en slik lovrevisjon nå.

Norsk rett har allerede regulering som i all hovedsak fyller de formål de to direktivene bygger på. Direktivenes detalgrad og mål om harmonisering i EU/EØS-området innebærer imidlertid at den norske reguleringen på mange områder må endres. Særlig medfører MiFID en omlegging av reguleringen av investeringstjenester. Konesjonsplikt og regulering utvides til tjenester knyttet til flere finansielle instrumenter enn tidligere, for eksempel varederivater. Hovedreglene i transparencydirektivet må allerede anses om oppfylt i norsk rett, men også her vil detaljreguleringen kreve flere tilpasninger.

Begge direktivene bygger på prinsippet om hjemstatstilsyn innenfor EØS-området. For investeringstjenester innebærer dette en videreføring og effektivisering av gjeldende system ved at konsesjonsplikt, tilsyn og rapporteringsplikt som utgangspunkt følger av verdipapirforetakets hjemstat, også når tjenester ytes i andre EØS-stater. [...]

Utvalget foreslår å endre definisjonene av investeringstjenester og tilknyttede tjenester samt definisjonene av finansielle instrumenter for å bringe norsk rett i samsvar med MiFID. Utvalget foreslår at gjeldende bestemmelse om selskapsform endres slik at også aksjeselskaper (i tillegg til allmennaksjeselskaper og kredittinstitusjoner) kan gis tillatelse som verdipapirforetak. Utvalget foreslår at markedsføring av finansielle instrumenter, som ikke er en selvstendig investeringstjeneste etter ISD og heller

ikke etter MiFID, ikke lenger skal anses som investeringstjeneste.

Utvalget foreslår at unntakene fra konsesjonsplikt i MiFID art. 2 for visse typer virksomhet, foretak og institusjoner, gjennomføres i norsk rett. Utvalget foreslår derimot ikke å innta de valgfrie unntakene fra konsesjonsplikt i MiFID art. 3 for personer som mottar og formidler ordrer og driver med investeringsrådgivning i norsk rett. Utvalget foreslår imidlertid adgang for departementet til å fastsette i forskrift at enkelte av verdipapirhandellovens bestemmelser ikke skal gjelde for visse verdipapirforetak som bare mottar og formidler ordrer og driver med investeringsrådgivning.

Utvalget foreslår bestemmelser til gjennomføring av MiFIDs bestemmelser om operasjonelle krav til verdipapirforetak. Det foreslås i den anledning en bestemmelse som klargjør verdipapirforetakenes ansvarsforhold i tilfelle hvor yting av investeringstjenester skjer via annet verdipapirforetak. Videre foreslås bestemmelser om at verdipapirforetaket fritas for visse alminnelige plikter til å ivareta kundens interesser i tilfelle hvor foretaket handler med eller på vegne av «kvalifiserte motparter». Utvalget foreslår også at det innføres adgang for verdipapirforetakene til å benytte seg av tilknyttede agenter i samsvar med MiFID. Utvalget foreslår dessuten at det innføres plikt til å rapportere transaksjoner i finansielle instrumenter notert på regulert marked til Kredittilsynet. Dette innebærer endring i forhold til gjeldende rett, hvor det rapporteres til børsen.

Utvalget foreslår visse endringer i reguleringen av verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat som driver grenseoverskridende virksomhet direkte fra forretningsstedet eller ved etablering av filial i Norge. Utvalget foreslår å videreføre krav om tillatelse for at verdipapirforetak med hovedsete utenfor EØS-området skal kunne yte investeringstjenester i Norge.

Utvalget foreslår ny lov om regulerte markeder til gjennomføring av bestemmelser i MiFID del III om regulerte markeder. Til forskjell fra gjeldende børslov, som foreslås opphevet, foreslås at ny lov om regulerte markeder først gir fellesregler for børser og andre regulerte markeder - som etter gjeldende børslov

kalles «autoriserte markedsplasser» - og deretter tillegg-/spesialregler for børser.

Utvalget foreslår å innføre bestemmelser om drift av «multilaterale handelsfasiliteter» (MHF), som er ny investeringstjeneste ved MiFID. MHF kan drives både av verdipapirforetak som har fått tillatelse til dette, og av regulerte markeder. Foruten bestemmelser til gjennomføring av MiFIDs regulering av MHF, foreslår utvalget at de viktigste reglene i vphl. kapittel 2 (lovutkastet kapittel 3) om innsidehandel og markedsmanipulasjon gis anvendelse for finansielle instrumenter som omsettes på norsk MHF.

Utvalget foreslår på noen punkter å styrke tilsynsmyndighetens kompetanse til å føre tilsyn med verdipapirforetak og regulerte markeder, for å bringe norsk rett på linje med kravene i MiFID. Videre foreslås innført en administrativ sanksjonsbestemmelse ved brudd på verdipapirhandellovens regler om flagging og finansiell rapportering.

Utvalget foreslår visse endringer av reglene om ansattes egenhandel i gjeldende vphl. kapittel 2a. Utvalget foreslår videre enkelte endringer i gjeldende vphl. § 8-5 om verdipapirforetaks handel i unoterte finansielle instrumenter for egen regning.

Utvalget foreslår at virkeområdet for bestemmelsene i vphl. kapittel 10 om motregning av enkelte finansielle instrumenter utvides ved at kredittderivater og visse andre nye derivater i MiFID omfattes.»

3.2 Høringsinstansenes generelle merknader

Blant de høringsinstansene som har uttalt seg, er de fleste positive til en felles regulering av det europeiske verdipapirmarkedet. Enkelte instanser har allikevel påpekt at direktivet går noe langt med tanke på å detaljregulere områder, og at dette gjenspeiles i utvalgets forslag til lovtekst i NOU 2006: 3. Høringsinstansene gir imidlertid uttrykk for at dette er uunngåelig, all den tid det foreliggende utkastet til lovtekst tar sikte på å gjennomføre Norges EØS-forpliktelse til å gjennomføre MiFID og dets tilhørende rettsakter.

Kredittilsynet mener at utvalget i sitt utkast til lovtekst i for stor grad har fokusert på en nærmest ordrett gjengivelse av direktivteksten. Kredittilsynet uttaler om dette:

«Kredittilsynet har merket seg at en nokså stor del av formuleringene av utkastet til lovtekster er rene oversettelser av den engelske direktiv-

teksten. Etter Kredittilsynets syn bør lovtekstene i størst mulig grad formuleres i tråd med alminnelig norsk lovspråk. En slik gjennomgang vil etter Kredittilsynets mening også bedre sikre at formuleringene gir samme innhold som i den engelske direktivteksten. Det vises til at det ikke er gitt at samme uttrykk har samme meningsinnhold på begge språk. I noen grad har Kredittilsynet foreslått rent språklige endringer i høringsuttalelsen.

Med utgangspunkt i «the four level approach» er det neppe et krav at direktivtekstene er gjennomført ord for ord, så lenge ordlyden i de norske tekstene rommer de kravene som stilles i direktivet. Med den norske rettstradisjonen med ganske utstrakt vektlegging på forarbeider og formålsbetraktninger, bør gjennomføringen kunne ta et fastere utgangspunkt i norsk rettsspråk. Denne fremgangsmåten vil antakelig også bedre sikre at gjennomføringen er gjennomtenkt mht. hvilke krav som stilles i direktivet, og på hvilken måte dette best kan gjøres for å ivareta alle de hensyn loven forutsettes å ivareta. Det er uansett et behov for fleksibel ordlyd pga. level 2 og level 3-standarder som kan ha betydning for praktiseringen av loven.»

Imidlertid mener blant annet *NordPool ASA* at utvalget i større grad burde fokusert på en ren språklig oversettelse av direktivet:

«Det kan nok fremstå som om Utvalget på enkelte punkter burde ha valgt en enklere implementeringsteknikk, med sterkere fokus på språklig oversettelse. Man kunne nok med hell ha startet arbeidet med en faglig kvalifisert oversettelse av direktivet fra engelsk til norsk, og så benyttet dette som grunnlag for et nytt lovforslag.

Det fokus som synes å ha vært på gjeldende norsk rett, og spørsmålsstillingen om denne allerede er i samsvar med direktivet, kan ha gått på bekostning av en full analyse av direktivets tekst. Dette har medført at det enkelte steder er oppstått, slik vi tolker det, utilsiktede motsetninger mellom en faglig forsvarlig oversettelse av den engelske direktivteksten og det norske lovforslaget. Disse svakhetene bør imidlertid kunne avhjelpes dersom Finansdepartementet i det videre arbeidet innhenter/foretar en full språklig kontroll opp mot direktivet. Vi kommenterer i det følgende enkelte av disse avvikene, uten ambisjon om å være uttømmende.»

For øvrig er høringsmerknadene knyttet til det materielle innholdet i lovutkastet.

3.3 Departementets generelle utgangspunkter i lovarbeidet

Drøftelse av handlingsrom ved gjennomføringen av EØS-reglene som svarer til MiFID og gjennomføringsreglene

Innledningsvis finner departementet det hensiktsmessig å drøfte enkelte generelle spørsmål knyttet til det «nasjonale handlingsrom» ved gjennomføringen av MiFID i norsk rett. Mer presist er spørsmålet om – og i tilfelle i hvilken grad – man kan vedta eller opprettholde nasjonale regler som er strengere eller mer detaljerte enn direktivets regler.

Dette er ikke et spørsmål som kan besvares generelt. I motsetning til de sentrale virksomhetsreglene innen bank og forsikring, inneholder MiFID en rekke bestemmelser som krever fullharmonisering. Dette er bestemmelser som i utgangspunktet krever at de nasjonale gjennomføringsreglene gjennomfører direktivets bestemmelser fullt ut. Nasjonale myndigheter kan ikke i disse tilfellene legge til eller trekke fra krav o.l. i forhold til direktivets krav. Slike bestemmelser er ofte begrunnet i et ønske om rettsenhet, og formålet med slik rettsenhet er å legge til rette for grensekryssende virksomhet og etablering innen EØS-området. Det er viktig å understreke at innen de fullharmoniserte områder, blir det mindre relevant å vurdere hvilke nasjonale bestemmelser en kan anvende overfor foretak fra en annen EØS-stat som ønsker å tilby tjenester i Norge (gjennom grensekryssende tjenesteyting) eller etablere en filial i Norge, siden gjennomføringsreglene i prinsippet vil være de samme i Norge som i foretakets hjemland. Også innen disse fullharmoniserte områder vil det imidlertid være rom for ulike forståelser av hva som ligger i direktivenes krav. F.eks. kan det være ulike syn på hva som måtte være korrekt oversettelse av direktivformuleringene. Dette kan i sin tur gi seg utslag i at ulike land gjennomfører fullharmoniseringsbestemmelser forskjellig i sine respektive lovgivninger. Det vil således generelt kunne reises tvil om hva det innebærer å gjennomføre en fullharmoniseringsbestemmelse «fullt ut».

Enkelte av direktivets bestemmelser krever imidlertid ikke fullharmonisering. Slike bestemmelser kan anses som «tradisjonelle» minimumsregler, eller de gir medlemslandene klart angitte valgmuligheter. I slike tilfeller oppstår spørsmålet om de nasjonale gjennomføringsbestemmelsene vil kunne anvendes overfor foretak som ikke er hjemmehørende i den aktuelle medlemsstaten. Dette spørsmålet er således bare relevant i de tilfeller en ikke befinner seg på et fullharmonisert område.

Et sentralt spørsmål blir således å angi hvor direktivet krever fullharmonisering, og hvor nasjonale regler kan gå lenger enn direktivet. Dette kan enten fremgå av direktivet selv eller av gjennomføringsdirektivet, og vil drøftes konkret under de ulike områder hvor spørsmålet oppstår. På områder som omfattes av gjennomføringsdirektivet, kan det som hovedregel antas at en befinner seg på et fullharmonisert område. Dette følger av gjennomføringsdirektivets artikkel 4. Det følger imidlertid også av bestemmelsen at medlemslandene kan opprettholde nasjonale regler som går lenger enn direktivet i særlige tilfeller hvor dette er nødvendig for å ivareta særegne hensyn i det nasjonale finansmarked. I tillegg må EU-kommisjonen (ESA eller EFTA-sekretariatet for Norges del) notifiseres om slike tiltak som faller inn under artikkel 4. I de tilfeller nasjonale myndigheter er gitt et visst handlingsrom, er det neste spørsmålet om en bør benytte dette handlingsrommet til å fastsette nasjonale regler som går lenger enn direktivet. Dette spørsmålet kan neppe besvares på generelt grunnlag, men må vurderes konkret i de tilfeller det oppstår. I denne proposisjonen foreslås slike «artikkel 4-regler» på enkelte avgrensede områder, bl.a. i forhold til reguleringen av ansattes egenhandel, jf. nærmere omtale i punkt 7.12.2.

Gjennomføringsforordningen må gjennomføres i norsk rett «som sådan», jf. EØS-avtalen artikkel 7 bokstav a. På dette punktet oppstår således ikke spørsmål om å definere det nasjonale handlingsrom. Gjennomføringsforordningen vil for øvrig ikke omtales i nevneverdig grad i denne proposisjonen, siden den i all hovedsak berører forhold som naturlig bør reguleres i forskrift.

Ovennevnte problemstillinger oppstår på områder som er dekket av rammedirektivet (MiFID). På områder som ikke er dekket av direktivet, vil medlemslandene etter omstendighetene vedta eller opprettholde nasjonale bestemmelser som pålegger ulike plikter på foretak fra andre EØS-land. Medlemslandene står imidlertid ikke fritt til å vedta de regler en ønsker selv om en er utenfor direktivets virkeområde. Det følger av EF-domstolens og EFTA-domstolens praksis at alle restriksjoner på de grunnleggende friheter i EØS-avtalen (herunder fri kapitalflyt, fri etablering og fri tjenesteyting) må være egnet til å oppfylle enkelte «allmenne hensyn», de må være egnet til å oppnå slike hensyn og de må ikke gå lenger enn det som er nødvendig for å oppnå de aktuelle hensyn.

Vurderingen av om et aktuelt område er dekket av direktivets bestemmelser eller ikke, må også vurderes konkret. I mange tilfeller kan dette være relativt klart. En filial av et verdipapirforetak fra et

annet EØS-land må selvsagt forholde seg til norske arbeidsmiljøbestemmelser, selv om disse skulle fravike arbeidsmiljøbestemmelsene i filialens hjemland. I andre tilfeller kan spørsmålet være mer uklart, og spørsmålet vil i så fall måtte vurderes konkret. Et særlig spørsmål oppstår i de situasjoner direktivet angir enkelte prinsipper et verdipapirforetak vil måtte forholde seg til. Dersom det i slike tilfeller finnes mer detaljerte regler på nasjonalt plan, oppstår spørsmålet om forholdet skal anses dekket av direktivet eller ikke, og – dersom forholdet er dekket av direktivet – om det kreves fullharmonisering eller ikke. Dette er også spørsmål som må vurderes konkret. Generelt bemerkes imidlertid at en rekke av de bestemmelser i direktivet som angir visse prinsipper verdipapirforetak skal forholde seg til, er ment som fullharmoniserte bestemmelser. Tanken er at verdipapirforetakene skal få beholde ansvaret for å gjennomføre prinsippene i eget foretak ved utøvelsen av eget skjønn, og

dette skjønnet skal ikke fratas foretaket gjennom nasjonale bestemmelser som angir mer konkrete krav enn de som følger av direktivet.

Lovteknisk tilnærming

Departementet har i noe større grad enn utvalget foreslått lovtekst som ligger tettere opp mot direktivets ordlyd. Etter departementets vurdering vil en slik tilnærming for det første bidra til avskjære tvil om at Norge har gjennomført sine EØS-forpliktelser. For det andre vil en slik tilnærming kunne bidra til at det blir bedre samsvar mellom gjennomføring av EØS-regler som svarer til MiFID (nivå 1) og MiFIDs gjennomføringsbestemmelser (nivå 2). Departementet har imidlertid, der det har vært nødvendig og hensiktsmessig ut fra norske forhold og norsk rettstradisjon, foreslått forbedringer i forhold til direktivteksten når det gjelder forslag til gjennomføring av denne i norsk lov.

4 Virkeområde og sentrale definisjoner

4.1 Gjeldende rett

I norsk rett reguleres verdipapirforetak av lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven). Loven gjennomfører investeringstjenedirektivet (ISD). Verdipapirforetak er i verdipapirhandelloven § 1-3 første ledd definert som foretak som yter investeringstjenester. Hvilke tjenester som er regnet som investeringstjenester følger av samme lovs § 1-2 første ledd nr. 1 til 5. Felles for disse tjenestene er at tjenestene ytes på forretningsmessig basis, jf. § 1-2 første ledd.

Det regnes som en investeringstjeneste å motta, formidle og utføre ordre på vegne av investor i forbindelse med finansielle instrumenter, jf. nr. 1. Investeringstjenester omfatter videre omsetning av finansielle instrumenter for egen regning, jf. nr. 2. I henhold til nr. 3 regnes såkalt aktiv forvaltning av investorers portefølje av finansielle instrumenter som investeringstjeneste, når den foregår på individuell basis og etter investors fullmakt. Nr. 4 fastsetter at garantistillelse for fulltelling av emisjoner, eller plassering av slike emisjoner skal regnes som investeringstjeneste. Dette gjelder også i forhold til andre offentlige tilbud som er nevnt i verdipapirhandelloven kapittel 5. Endelig omfatter investeringstjenester også markedsføring av finansielle instrumenter, jf. nr. 5.

Paragraf 1-2 annet ledd nr. 1 til 8 definerer hva som regnes som finansielle instrumenter i verdipapirhandelloven. Definisjonene i nr. 1 til 7 tilsvarer de finansielle instrumenter som ISD omfatter. ISD omfatter ikke varederivater, slik at nr. 8 som definerer varederivater som et finansielt instrument, i dag er en særnorsk bestemmelse.

Finansielle instrumenter omfatter således omsettelige verdipapirer (nr. 1), verdipapirfondsandeler (nr. 2), pengemarkedsinstrumenter (nr. 3), finansielle terminkontrakter (nr. 4), fremtidige renteavtaler (nr. 5), rente- og valutabytteavtale (nr. 6), bytteavtale knyttet til aksjer og aksjeindeks (nr. 6), opsjoner på kjøp eller salg av ethvert instrument som er nevnt i nr. 1 til 6 (nr. 7), og varederivater (nr. 8). Omsettelige verdipapirer er nærmere definert i § 1-2 tredje ledd nr. 1 til 3, og omfatter aksjer og andre verdipapir som kan sidestilles med

aksjer, obligasjoner og andre gjeldsinstrumenter som kan omsettes på lånemarkedet, samt andre verdipapir som normalt omsettes og som gir rett til å erverve et slikt omsettelig verdipapir enten ved tegning eller ombytting, eller som gir rett til kontantoppgjør.

Når det gjelder varederivater, er dette begrepet definert mer utfyllende i § 1-2 fjerde ledd. Det avgjørende er at det er *finansielle* kontrakter (termin, opsjons- eller byttekontrakter) knyttet til varer eller tjenester, jf. § 1-2 fjerde ledd første punktum. Det følger videre av § 1-2 fjerde ledd annet punktum at en derivatkontrakt alltid skal regnes som finansiell når den er gjenstand for omsetning på børs eller autorisert markedsplass. Nærmere kriterier for å avgjøre om varederivatkontrakten er finansiell eller ikke, følger av lovens forarbeider, jf. Ot.prp. nr. 53 (2000-2001). Det følger av verdipapirhandelloven § 1-7 at det bare er enkelte bestemmelser i loven som får anvendelse på handel med eller virksomhet som i hovedsak er knyttet til varederivater.

Verdipapirhandelloven har videre en egen bestemmelse som regulerer anvendelse av loven ved omsetning på såkalt autorisert markedsplass. I henhold til børsloven § 2-1 kan virksomhet som børs eller autorisert markedsplass bare drives av foretak med tillatelse til dette fra departementet. Departementet kan i henhold til verdipapirhandelloven § 1-6 første ledd fastsette at lovens bestemmelser for børsnoterte finansielle instrumenter helt eller delvis skal gjelde også for finansielle instrumenter som noteres på slik autorisert markedsplass.

Når det gjelder norsk retts regulering av kredittinstitusjoners virksomhet knyttet til investeringstjenester, har utvalget redegjort for dette i utredningens pkt. 2.6.2:

«Etter norsk rett må også kredittinstitusjoner søke tillatelse etter verdipapirhandelloven for å kunne yte investeringstjenester. Det er imidlertid ingenting i veien for at en kredittinstitusjon kan søke om konsesjon som omfatter både tillatelse til å yte banktjenester og investeringstjenester, da med hjemmel i henholdsvis banklovene og verdipapirhandelloven. Dersom en

kredittinstitusjon skal drive både med bankvirksomhet og investeringstjenestevirksomhet, krever Kredittilsynet at de sentrale deler av investeringstjenestevirksomheten skilles organisatorisk fra den øvrige virksomheten. Det er imidlertid ikke noe i veien for at bankens filialer for eksempel kan motta og formidle ordre fra kunder videre til investeringstjenestevirksomheten i kredittinstitusjonen.»

4.2 EØS-rett

Direktiv 2004/39/EF (MiFID) opphever direktiv 93/22/EØF om investeringstjenester (ISD). I likhet med ISD inneholder MiFID bestemmelser om tilsyn med og regulering av verdipapirforetak og slike foretaks adgang til å drive virksomhet i hele EØS-området på bakgrunn av sin konsesjon fra hjemlandet. I forhold til ISD utvider imidlertid MiFID det harmoniserte regelverkets virkeområde (ved at nye tjenester gjøres konsesjonspliktige) og detaljgraden i det harmoniserte regelverket økes betraktelig. I tillegg innfører MiFID harmoniserte regler for virksomheten til ulike markedsplasser for finansielle instrumenter, og disse harmoniserte reglene danner grunnlag for at markedsplassene også skal kunne yte sine tjenester i hele EØS-området på bakgrunn av sin konsesjon fra hjemlandet. Slik virksomhet omtales nærmere nedenfor i kapittel 9.

«Verdipapirforetak» er definert i direktivets artikkel 4 nr. 1) og omfatter i utgangspunktet bare juridiske personer. Videre er det et vilkår at den juridiske personen regelmessig må utøve et yrke eller en virksomhet som består i å yte en eller flere investeringstjenester overfor tredjemann, og/eller utøver en eller flere investeringsvirksomheter på forretningsmessig grunnlag. Avgjørende er således at foretaket yter investeringstjenester eller driver investeringsvirksomhet, og det nærmere innholdet i disse begrepene er definert i artikkel 4 nr. 1 2). Slike tjenester og virksomhet er her definert som enhver tjeneste og virksomhet som er oppført i direktivets vedlegg I avsnitt A, og som utøves i forbindelse med et av de finansielle instrumentene som er oppført i vedlegg I avsnitt C.

MiFID vedlegg I avsnitt A nr. 1 til 8 lister som nevnt ovenfor, opp hva som regnes som investeringstjenester og investeringsvirksomhet. Nytt i forhold til ISD er at MiFID omfatter investeringsrådgivning, jf. nr. 5, og drift av multilaterale handelssystemer (forkortet MHF på norsk, MTF på engelsk for «multilateral trading facilities»), jf. nr. 8. Multilaterale handelssystemer er definert som

handelssystemer hvor det legges til rette for omsetning av finansielle instrumenter i samsvar med objektive regler og de krav som følger av forslaget til ny verdipapirhandellov. Systemet er «multilateralt», og dette er ment å avgrense mot bilaterale systemer. De øvrige investeringstjenestene og virksomhet omfatter mottak og formidling av ordrer i forbindelse med et eller flere finansielle instrumenter, utførelse av ordrer på vegne av kunder, handel for egen regning og porteføljeforvaltning (nr. 1 til 4). Disse tjenestene innebærer en videreføring av ISD. Videre omfatter MiFID fulltegningsgaranti for finansielle instrumenter, samt plassering av finansielle instrumenter på grunnlag av en fast forpliktelse (nr. 6). Også plassering av finansielle instrumenter uten fast forpliktelse omfattes, jf. nr. 7. ISD har en noe annen terminologi for disse investeringstjenestene, jf. ISD vedlegg I del A nr. 4. Direktivet vedlegg I del B inneholder for øvrig en oppstilling av såkalt «tilknyttede tjenester». «Tilknyttede tjenester» er tjenester som i seg selv ikke utløser konsesjonsplikt, men som verdipapirforetak skal kunne yte innen hele EØS-området i tilknytning til at det ytes en «kjernetjeneste» (dvs. en tjeneste som i seg selv utløser konsesjonsplikt). Utvalget har redegjort for disse tilknyttede tjenestene i NOU 2006: 3 pkt. 2.4, og uttaler blant annet følgende:

«MiFID innfører følgende nye tilknyttede tjenester i forhold til ISD og gjeldende norsk rett, jf. vedlegg I del B:

«(5) Investment research and financial analysis or other forms of general recommendation relating to transactions in financial instruments;

(...)

(7) Investment services and activities as well as ancillary services of the type included under Section A or B of Annex 1 related to the underlying of the derivatives included under Section C - 5, 6, 7 and 10 - where these are connected to the provision of investment or ancillary services.»

Vedlegg I del B nr. 5 gjelder investeringsanbefalinger, analyser og andre former for generelle anbefalinger i relasjon til transaksjoner i finansielle instrumenter. Utvalget foreslår å ta inn investeringsanbefalinger mv. som en tilknyttet tjeneste i ny vphl. § 2-1 annet ledd nr. 5. Det vises for øvrig til at investeringsanbefalinger er særskilt regulert i vphl. § 2-10 (blir ny § 3-10) og forskrift 1. juli 2005 nr. 783 om utarbeidelse og formidling av investeringsanbefalinger mv. Reguleringen bygger på EØS-reglene om markedsmissbruk.

Vedlegg I del B nr. 7 gjelder investeringstjenester og tilknyttede tjenester knyttet til underliggende varer mv. til derivater som omfattes av vedlegg I del C nr. 5-7 og 10. Slike tjenester vil normalt ikke falle inn under verdipapirreguleringen fordi tjenesten ikke gjelder finansielle instrumenter, men varer mv. Direktivet bestemmer her at slike tjenester skal anses som en tilknyttet tjeneste til investeringstjenestevirksomheten, dersom tjenestene knyttet til underliggende har sammenheng med tjenester knyttet til derivater. Denne bestemmelsen har likhetstrekk med gjeldende vphl. § 8-1 første ledd nr. 6. Utvalget foreslår å ta inn en bestemmelse som gjennomfører MiFID vedlegg I del B nr. 7 i ny vphl. § 2-1 annet ledd nr. 7.»

I tillegg til begrepene «investeringstjenester og investeringsvirksomhet» utgjør begrepet «finansielle instrumenter», et sentralt koblingsord i direktivet. Omfanget av dette begrepet er avgjørende for hva som skal anses som investeringstjenester og investeringsvirksomhet. «Finansielle instrumenter» er definert i MiFID vedlegg I del C nr. 1 til 10, og omfatter omsettelige verdipapirer, pengemarkedsinstrumenter og andeler i foretak for kollektiv investering (verdipapirfondsandeler). Utover dette omfatter MiFIDs definisjon av finansielle instrumenter også nærmere angitte derivater, jf. nr. 4-10. Nytt i forhold til ISD er at blant annet varederivater omfattes av definisjonen. Utvalget har i NOU 2006: 3 pkt. 2.5.5 til og med pkt. 2.5.11 redegjort for det nærmere innholdet i disse bestemmelsene. Kort oppsummert dreier det seg om følgende derivater: derivater med finansielt underliggende, så som derivatkontrakter med for eksempel verdipapirer, valuta og rente som underliggende, varederivater med kontant oppgjør, nærmere angitte varederivater med fysisk oppgjør, kredittderivater, finansielle differansekontrakter, samt andre derivater som er finansielle etter sin art. Sistnevnte gruppe kan for eksempel omfatte derivatkontrakter knyttet til klima, utslippstillatelser eller fraktrater.

Som nevnt ovenfor, åpner MiFID for at også foretak som ikke er juridiske personer omfattes av definisjonen av verdipapirforetak. Det er opp til medlemsstatene å avgjøre om de ønsker å tillate dette, jf. MiFID artikkel 4 nr. 1 1) annet og tredje ledd. Direktivet stiller i så fall strenge krav til den verdipapirrettslige og formuesrettslige reguleringen av slike foretak.

MiFID får delvis anvendelse overfor kredittinstitusjoner som yter investeringstjenester. Utvalget har redegjort nærmere for direktivets bestemmelser på dette punktet i NOU 2006: 3 pkt. 2.6.1:

«Kredittinstitusjoners virksomhet er underlagt særskilt EØS-regulering blant annet i direktiv 2000/12/EF (bankdirektivet). Bankdirektivet vedlegg I med opplisting av hvilke tjenester mv. kredittinstitusjoner kan utøve, endres ved MiFID art. 68. Ifølge endringen vil investeringstjenester som nevnt i MiFID vedlegg I del A og B i tilknytning til finansielle instrumenter angitt i vedlegg I del C være omfattet av prinsippene om gjensidig anerkjennelse i bankdirektivet.

Systematikken i EØS-regelverket er at kredittinstitusjoner må innhente tillatelse til å drive virksomhet, herunder yte investeringstjenester, i medhold av nasjonale regler som gjennomfører bankdirektivet art. 5, mens øvrige foretak må innhente tillatelse til å yte investeringstjenester etter nasjonale regler som gjennomfører MiFID art. 5. En kredittinstitusjon med tillatelse til å yte investeringstjenester i medhold av bankdirektivets regler, underlegges imidlertid på mange punkter også den særskilte reguleringen av investeringstjenesteyting i MiFID. På andre punkter gjelder altså bankdirektivet i stedet for MiFID.

De reglene i MiFID som gjelder for kredittinstitusjoner som yter investeringstjenester er, jf. art. 1 nr. 2:

- Art. 2 nr. 2, som begrenser rettighetene etter direktivet i forhold til tjenesteyting som motpart i transaksjoner utført av offentlige myndigheter som forvalter offentlig gjeld mv.
- Art. 11, som krever at de kompetente myndigheter skal verifisere at foretak som søker om konsesjon er medlem av en sikringsordning for verdipapirforetak, jf. direktiv 97/9/EF («Investor-compensation schemes»).
- Art. 13 om organisatoriske krav.
- Art. 14, som stiller ytterligere krav til handel og oppgjør av transaksjoner i MHF.
- Tittel II, kapittel II, om virksomhetskrav for verdipapirforetak, med unntak av art. 23 nr. 2 annet ledd (begrensninger i tilknyttede agents adgang til å håndtere klientmidler gjelder ikke for kredittinstitusjoner).
- Tittel II, kapittel III, om verdipapirforetaks rettigheter, med unntak av art. 31 nr. 2 til 31 nr. 4, art. 32 nr. 2 til 32 nr. 6, 32 nr. 8 og 32 nr. 9.
- Art. 48 til 53 (tilsyn, sanksjoner, klagerett mv.), art. 57 (tilsynssamarbeid ved overvåking, stedlig tilsyn og etterforskning), art. 61 og 62 (vertstatens kompetanse).
- Art. 71 nr. 1 (overgangsregler for foretak som allerede har tillatelse).»

Når det gjelder såkalte regulerte markeder, får MiFID også anvendelse overfor disse og deres operatører. «Regulert marked» er definert i MiFID

artikkel 4 nr. 1 14) som et multilateralt system som drives og/eller forvaltes av en markedsoperatør, dvs. en eller flere personer som forvalter/driver virksomheten på et regulert marked. Det er videre en forutsetning at et slikt regulert marked oppretter eller gjør det mulig å opprette forbindelse mellom flere tredjemenns salgs- og kjøpsinteresser i finansielle instrumenter slik at det resulterer i en kontrakt om finansielle instrumenter som er opp tatt til omsetning i henhold til markedets regler og/eller systemer. Et slikt regulert marked må oppfylle kravene i direktivets del III, samt fungere regelmessig i samsvar med disse bestemmelsene.

4.3 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår en ny lov om verdipapirhandel og en ny lov om regulerte markeder. Lovene skal oppheve og erstatte henholdsvis lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel og lov 17. november 2000 nr. 80 om børsvirksomhet m.m.

Hovedformålet med bestemmelsene som utvalget har foreslått i utkastet § 2-1 og § 2-2 er å regulere investeringstjenestevirksomhet som drives i verdipapirmarkedet og som knytter seg til nærmere angitte finansielle instrumenter. Spørsmålet er derfor hva som skal regnes som investeringstjenester og hva som skal regnes som finansielle instrumenter. Hvilke tjenester og hvilken virksomhet som skal regnes som investeringstjenester, følger av utkastet § 2-1. Hva som skal regnes som finansielle instrumenter, følger av utkastet § 2-2.

Utvalget har i utkastet til ny lov om verdipapirhandel § 2-1 foreslått en bestemmelse om investeringstjenester i tråd med MiFIDs definisjon i vedlegg I del A. Tilsvarende har utvalget i utkastet § 2-2 foreslått en bestemmelse om finansielle instrumenter, som er i tråd med MiFIDs definisjon i vedlegg I del C. Utvalget viser til at definisjonen av disse begrepene i eksisterende verdipapirhandellov på enkelte punkter må utvides som følge av våre EØS-forpliktelser knyttet til MiFID. Videre uttaler utvalget (NOU 2006: 3, pkt. 2.2.3.2):

«Det er klart at verdipapirhandellovens definisjon i vphl. § 1-2 første ledd må utvides som følge av EØS-forpliktelsene. Utvalget foreslår at investeringsrådgivning og drift av MHF tas inn som nye tjenester i verdipapirhandellovens definisjon. Samtidig foreslår utvalget å skille definisjonen av investeringstjenester og finansielle instrumenter fra hverandre i to separate bestemmelser, se lovutkastet § 2-1 (investeringstjenester) og § 2-2 (finansielle instrumen-

ter). Investeringstjenester og finansielle instrumenter defineres i dag samlet i § 1-2. Utvalget anser det som mer ryddig og oversiktlig at disse definisjonene fremgår av to atskilte bestemmelser. Dette har blant annet sammenheng med at definisjonene vil vokse i omfang på bakgrunn av MiFID. Utvalget foreslår videre å definere tilknyttede tjenester sammen med investeringstjenestene i lovutkastet § 2-2. Tilknyttede tjenester defineres i dag i vphl. § 8-1. Utvalget foreslår også enkelte endringer i lovutkastet § 2-2 (finansielle instrumenter) sett i forhold til nåværende § 1-2 annet til fjerde ledd. Dette behandles nærmere under pkt. 2.5.

Definisjonen av investeringstjenester er knyttet opp til definisjonen av finansielle instrumenter på den måten at det kun er tjenester i tilknytning til slike instrumenter som omfattes av konsesjonsplikten. Det hele og fulle bildet av hva som anses som konsesjonspliktig virksomhet får man altså først ved å se de to definisjonene i sammenheng, eventuelt under hensyn til eventuelle unntak for tjenesteyting som likevel ikke skal være konsesjonspliktig, se nærmere om unntak i pkt. 2.8 og 2.9.»

Utvalget har i NOU 2006: 3 pkt. 2.3 redegjort nærmere for de ulike typer investeringstjenester som omfattes av direktivet og av utvalgets lovutkast. Utvalget har særlig redegjort for investeringsrådgivning og drift av multilaterale handelsfasiliteter, siden dette er nye tjenester i forhold til gjeldende EØS-rett og norsk rett. Utvidelsen av begrepet investeringstjenester innebærer samtidig en utvidelse av hvilke typer tjenester det kreves konsesjon for å tilby.

Utvalget har også redegjort for hvilke instrumenter som omfattes av MiFIDs, og dermed også lovutkastets, definisjon av finansielle instrumenter. Det vises til omtalen i NOU 2006: 3 pkt. 2.5. Utvalgets redegjørelse knytter seg til alle sider av MiFIDs definisjon, og dermed også lovutkastets definisjon. Utvalget har imidlertid lagt størst vekt på det som er nytt i forhold til ISD (gjeldende EØS-rett), nemlig den nærmere avgrensningen av hvilke derivater som omfattes av definisjonen.

Utvalget har i sin redegjørelse og vurdering skilt mellom følgende typer av derivater:

- derivater med «finansielt» underliggende (pkt. 2.5.6)
- varederivater med kontant oppgjør (pkt. 2.5.7)
- varederivater med fysisk oppgjør (pkt. 2.5.8)
- kredittderivater (pkt. 2.5.9)
- differansekontrakter (pkt. 2.5.10)
- andre derivater som er finansielle etter sin art (pkt. 2.5.11).

Utvalget har i lovutkastet § 2-2 femte ledd nr. 1 til 5 foreslått en bestemmelse om hva som menes med derivater. Utvalget viser imidlertid til at direktivets definisjon på dette punktet er omfattende, og at flere utfyllende bestemmelser skal følge av de utfyllende rettsaktene til direktivet. Utvalget foreslår derfor at en ytterligere avgrensning av hva som omfattes av begrepet finansielle instrumenter skal kunne foretas i forskrift, jf. forskriftshjemmen i utkastet § 2-2 sjette ledd.

Når det gjelder derivater med såkalt finansielt underliggende, foreslår utvalget en definisjon i samsvar med MiFIDs definisjon i lovutkastet § 2-2 femte ledd nr. 1. Lovutkastet vil på dette punktet erstatte gjeldende verdipapirhandellov § 1-2 annet ledd nr. 4 til 7. Det avgjørende for om slike derivater skal anses som finansielle instrumenter, er om kontraktens underliggende er av finansiell art (valuta, rente, verdipapirer, finansielle indekser) uavhengig av om kontrakten har fysisk eller kontant oppgjør.

Utvalgets forslag til lovutkast § 2-2 femte ledd nr. 2 inkluderer varederivater i definisjonen av finansielle instrumenter. Varederivater skal i henhold til utvalget, omfatte kontrakter som skal gjøres opp kontant eller som kan kreves gjort opp kontant etter valg av en av partene, samt varederivater med fysisk oppgjør såfremt disse handles på et regulert marked eller en multilateral handelsfasilitet. Den nærmere avgrensningen av hva som regnes som varederivat, følger av utvalgets vurdering i NOU 2006: 3 pkt. 2.5.7.3 og pkt. 2.5.8.3. Det vises til nærmere omtale under disse punktene.

Videre har utvalget foreslått at kredittderivater, finansielle differansekontrakter, samt andre derivater som ellers ikke omfattes av utkastet § 2-2 femte ledd, men som har de samme karakteristika som andre avledede finansielle instrumenter, skal omfattes av definisjonen. Det vises til lovutkastet § 2-2 femte ledd nr. 3, 4 og 5. Disse kontraktene og utvalgets vurderinger er nærmere omtalt i NOU 2006: 3 pkt. 2.5.9 til og med 2.5.11.

Utvalget har også drøftet hvorvidt andeler i kommandittselskaper og ansvarlige selskaper skal anses som finansielle instrumenter, jf. NOU 2006: 3 pkt. 2.5.2.3. Utvalget konkluderer her med at slike andeler ikke omfattes av MiFID og EØS-forpliktelsene, men at det er gode grunner for å anse andeler i kommandittselskaper og ansvarlige selskaper som finansielle instrumenter. Utvalget foreslår derfor at disse regnes som finansielle instrumenter, jf. lovutkastet § 2-2 første ledd nr. 2. Utvalget begrunner sitt forslag på følgende måte (NOU 2006: 3 s. 34, annen spalte):

«Utvalget anser ikke ANS- og KS-andeler som omsettelige verdipapirer. Utvalget ser imidlertid gode grunner for å anse ANS og KS andeler som finansielle instrumenter. Dersom KS- og ANS-andeler ikke tas inn i verdipapirhandelloven som et finansielt instrument, vil det fortsatt være et reguleringsmessig tomrom mellom det som omfattes av eiendomsmeglingsloven og det som omfattes av verdipapirhandelloven, se eksempel 1 og 2 nedenfor. Dette blir særlig tydelig når investeringsrådgivning nå underlegges mer detaljert regulering.

Eksempel 1: Et selskap driver med generell investeringsrådgivning. Selskapet tjener mest på syndikering av eiendom gjennom etablering av AS-eiendom og KS- eller ANS-eiendom, men yter også generell investeringsrådgivning. Dersom investeringstjenestene gjelder AS-eiendom eller andre finansielle instrumenter inkludert verdipapirfond, innebærer MiFID at det må gis utfyllende opplysninger om interessekonflikter og kostnader knyttet til provisjoner mv. Selskapet må enten være eiendomsmegler eller verdipapirforetak, basert på en konkret vurdering av om det er en rent finansiell investering for investorene, eller om det heller bør vurderes som omsetning av eiendom. Dersom «investeringstjenestene» gjelder KS- eller ANS-eiendom, vil ikke verdipapirhandelloven komme til anvendelse. Dersom investeringen i selskapsandelene er rent finansiell, vil heller ikke eiendomsmeglingsloven komme til anvendelse.

Eksempel 2: Er et privat equity-selskap organisert som AS vil rådgivningsselskapet være underlagt verdipapirhandelloven når investorer gis råd om å investere i selskapet. Er private equity-selskapet i stedet organisert som KS eller ANS vil derimot rådgivningsselskapet ikke være underlagt verdipapirhandelloven når investorer gis råd om å investere. I begge tilfeller er selskapet likevel underlagt verdipapirhandelloven når det gir råd om porteføljeinvesteringer (unntatt når investeringen gjelder KS-andeler eller andeler i ansvarlig selskap).

Etter utvalgets syn vil konsekvensen av å omfatte også KS- og ANS-andeler som et eget finansielt instrument, være at tjenesteyting knyttet opp mot sparing/investering blir bedre og mer fullstendig dekket opp reguleringsmessig (særlig med tanke på informasjonskrav). Ved å omfatte KS-andeler og ANS-andeler som finansielle instrumenter vil det reguleringsmessige bildet bli som følger:

1. eiendomsmeglingsloven vil gjelde ved tjenesteyting som gjelder investering direkte i fast eiendom, eller visse tilfeller indirekte gjennom selskapsandeler,

2. verdipapirfondloven og verdipapirhandelloven vil gjelde for tjenesteyting som gjelder investering gjennom verdipapirfondsandeler,
3. verdipapirhandelloven vil gjelde for tjenesteyting som gjelder all annen investering gjennom andeler i selskap, dvs. med unntak av det som omfattes av eiendomsmeglingsloven og verdipapirfondloven.

Utvalget foreslår på bakgrunn av dette at KS-andeler og andeler i ansvarlige selskaper omfattes som finansielle instrumenter, jf. utkast til ny vphl. § 2-2 første ledd nr. 2.»

Utvalget drøfter også det nærmere innholdet i MiFIDs definisjon av investeringstjenester og tilknyttede tjenester. Utvalget foreslår videre å oppheve kravet om at markedsføring av finansielle instrumenter krever tillatelse etter verdipapirhandelloven. Utvalget uttaler om dette (NOU 2006: 3 pkt. 2.3.5):

«Markedsføring av finansielle instrumenter anses etter gjeldende norsk rett som en investeringstjeneste som krever konsesjon, jf. vphl. § 1-2 første ledd nr. 5. Markedsføring anses imidlertid ikke som en selvstendig investeringstjeneste etter ISD, og heller ikke etter MiFID. Markedsføring av finansielle instrumenter er, så vidt utvalget er kjent med, ikke underlagt konsesjonsplikt i de øvrige nordiske land eller i Storbritannia. Markedsføring kan ses som ethvert kjøpsfremmende tiltak mot markedet for de aktuelle finansielle instrumenter.

I den tidligere verdipapirhandelloven fra 1985 var konsesjonspliktig verdipapirhandel definert som kjøp eller salg, samt markedsføring eller tegning, for egen eller fremmed regning av verdipapirer. Lov om fonds- og aksjemeglere av 1918 regulerte bare annenhåndsomsetningen, men ved ikrafttreddelsen av 1985-loven ble også førstehåndsomsetningen underlagt konsesjonsplikt. Hvorvidt det forelå konsesjonsplikt ble avgjort etter en helhetsvurdering av virksomheten. Ved implementeringen av ISD ble konsesjonssystemet lagt om, slik at det ble mulig å søke konsesjon for enkelttjenester. Beskrivelsen av de konsesjonspliktige investeringstjenestene ble foreslått utformet overensstemmende med direktivteksten, og omfattet således ikke tjenesten markedsføring av finansielle instrumenter. I Kredittilsynets høringsuttalelse ble det imidlertid tatt til orde for at konsesjonsplikten også skulle omfatte markedsføring av finansielle instrumenter. Dette ble fulgt opp i departementets behandling, men er ikke særskilt begrunnet i Ot.prp. nr. 15 (1995-96).

På bakgrunn av erfaringene i ettertid har Kredittilsynet uttalt at det ikke lenger er behov

for markedsføring som en egen konsesjonsklasse, jf. brev til Finansdepartementet 2. januar 2001 med vedlagt notat (sak nr. 99/4054). Det pekes på at Kredittilsynet har erfart at markedsføringskonsesjonen gir foretakene legitimitet som verdipapirforetak overfor sine aktuelle og potensielle kunder og at dette aktivt utnyttes. Kredittilsynet foreslår i stedet at markedsføring inngår som en tilleggstjeneste etter vphl. § 8-1.

Etter utvalgets syn foreligger det i lys av Kredittilsynets erfaringer gode grunner for å oppheve markedsføring som egen konsesjonsbelagt tjeneste. Det vises også til at all investeringsrådgivning og ordreforvidling vil bli konsesjonsbelagt etter utvalgets forslag, jf. pkt. 2.9, samt at tilknyttede agents virksomhet vil følge de reglene som gjelder for verdipapirforetaket/forvaltningsselskapet, jf. pkt. 4.7. Markedsføring i tilknytning til slik virksomhet vil således være underlagt tilfredsstillende regulering i verdipapirhandelloven.

Verdipapirhandellovens konsesjonsregime vil som følge av utvalgets forslag, ikke gjelde de foretak som utelukkende driver markedsføring (uten å bevege seg over til det som må anses som investeringstjenesteyting). I sak nr. 99/4054, nevnt ovenfor, uttaler Kredittilsynet i brevet til Finansdepartementet om denne grensedragningen:

«Tjeneste nr. 1 og 4 vil i den innledende fasen, før det er inngått juridisk bindende avtale om salg, kunne innebære elementer av ren markedsføring av det aktuelle finansielle instrument, for eksempel i form av generell informasjon om forestående emisjon, reklamemateriell for fondsandeler som distribueres bredt m.v. Den nærmere avgrensning beror på de faktiske omstendigheter. Så lenge denne markedsføringsprosessen faktisk er en integrert del av et salg som verdipapirforetaket skal forestå på vegne av selger, er det ingen tvil om at det kreves konsesjon etter tjenestene 1 eller 4. For slik virksomhet er det unødvendig med markedsføringskonsesjon, fordi tjenestene 1 og 4 også omfatter markedsføringsfasen. Slik Kredittilsynet ser det, vil all forvidling av rettslige bindende tilbud om kjøp eller salg av finansielle instrumenter være underlagt tjenestene 1 eller 4. Imidlertid vil også markedsføring som ikke inneholder et slikt forpliktende tilbud etter en konkret vurdering falle innenfor de nevnte tjenester. Markedsføring vil i realiteten være uatskillelig fra en av de nevnte investeringstjenester dersom markedsføringsmaterialet er utformet på en slik måte at det muliggjør direkte avtaleslutning mellom partene, for eksempel ved at tegningsblanketter, ordreark eller lignende ligger ved. Tilsvarende vil telefonkon-

takt med potensielle investorer vanskelig kunne anses som annet enn formidling av ordre, evt. plassering av nytstедte finansielle instrumenter. Kredittilsynet er følgelig også av den oppfatning at for markedsføring under slike betingelser er det uten betydning om den senere gjennomføringen av handelen mellom kjøper og selger skjer under direkte medvirkning av mellommannen.

Hvis foretaket imidlertid utelukkende skal utføre den innledende fasen frem til et eventuelt salg blir faktisk mulig, må det klarlegges om deler av denne prosessen fremstår, og etter sitt innhold er, konsesjonsfri rådgivning eller markedsføring hvor konsesjon til tjeneste 5 er tilstrekkelig.

Markedsføringen kjennetegnes av en henvendelse til et publikum, stort eller lite, som kan tenkes å ha interesse for det finansielle instrumentet foretaket har i oppdrag å markedsføre. Den vil bestå i å formidle sin oppdragsgivers salgsinteresse samt å gi informasjon om og skape interesse for den finansielle instrumentet til det aktuelle marked for instrumentet.

Med markedsføring menes spesifikk markedsføring rettet mot å fremme en salgsinteresse. Generell informasjon om verdipapirmarkedet omfattes ikke. Videre har Kredittilsynet lagt til grunn at en ren angivelse av hvilke finansielle instrumenter, da typisk verdipapirfond som formidles, ikke er tilstrekkelig salgsfremmende til at det kan sies å være markedsføring av finansielle instrumenter. Det er også lagt til grunn at formidling av andres markedsføringsbudskap ikke omfattes av konsesjonsplikten. Dette medfører at aviser og nettsteder som fungerer som oppslagstavler ikke omfattes, og heller ikke børsvirksomhet. Endelig er teknisk bistand til markedsføring av finansielle instrumenter ikke underlagt konsesjonsplikt. Dette vil omfatte trykkerier, posten, VEPS osv.»

Markedsføring innebærer altså at det oppstår et trepartsforhold; mellom kunden som ønsker å selge (i første eller annenhåndsmarkedet), markedsføringsforetaket og et bredere publikum/et mulig marked som kan tenkes å ha interesse for å kjøpe det aktuelle finansielle instrumentet. Jo mer konkret gruppen av aktuelle investorer markedsføringen er rettet mot blir, jo mer har virksomheten likhetstrekk med investeringstjenestene nevnt i vphl. § 1-2 første ledd nr. 1 og 4.

Kredittilsynet har lagt til grunn at markedsføring på en-til-en-basis og formidling og salg av «avtale om lånepleie» (aktiv forvaltning) krever konsesjon etter vphl. § 1-2 første ledd nr. 1. Konkret vurderte Kredittilsynet en avtale om lånepleie som innebar at en bank innenfor et

avtalt investeringsmandat ble gitt en løpende fullmakt til etter eget skjønn å beslutte kjøp og salg av visse valutaer på termin og til å benytte valutaopsjoner i investors navn og for dennes regning og risiko. Det var et minsteinnskudd og investor kunne tape mer enn innskuddet. Banken hadde inngått en samarbeidsavtale med et verdipapirforetak med konsesjon etter vphl. § 1-2 første ledd nr 5 (markedsføring) som skulle arbeide aktivt for å få kunder til bankens avtale om lånepleie. Kredittilsynet la til grunn at markedsføringskonsesjon ikke var tilstrekkelig.

I vphl. kapittel 2, er det på bakgrunn av markedsmissbruksdirektivet innført nye regler om utarbeidelse og formidling av investeringsanbefalinger, noe som ivaretar eventuelle reguleringsbehov i stor grad, jf. vphl. § 2-10 og forskrift 1. juli 2005 nr. 783 om investeringsanbefalinger. Investeringsanbefalinger vil normalt anses som markedsføring av finansielle instrumenter. Dersom markedsføring av finansielle instrumenter hadde vært beholdt som et konsesjonsområde, ville presentasjon av investeringsanbefalinger for investorer vært konsesjonspliktig virksomhet. Etter utvalgets syn er det viktig at det kan føres kontroll med utarbeidelse, spredning og innhold av investeringsanbefalinger. De nye bestemmelsene i vphl. § 2-10 med tilhørende forskrifter gir slik mulighet og det gir dermed mindre behov for å opprettholde konsesjonsplikten for markedsføring av finansielle instrumenter.

I lys av at rene markedsføringsforetak ikke kan delta i verdipapiroppkjøpet, og heller ikke vil ha befatning med klienters midler, er det for øvrig lite begrunnet å kreve konsesjon sett hen til de konsekvenser for kapitalkrav (den lavere grensen, som er 125.000 EUR) og virksomhetsregulering som dette medfører. Etter utvalgets syn, er den organisatoriske regulering og kapitalkrav som følger av selskapslovgivningen tilstrekkelig i så henseende. Det bemerkes at markedsføringsforetak uansett vil være underlagt kravet til god forretningsskikk i vphl. § 2-9 annet ledd. Også markedsføringslovens regler vil komme til anvendelse. Utvalget foreslår på denne bakgrunn å oppheve gjeldende vphl. § 1-2 første ledd nr. 5. Markedsføringsforetak som yter investeringstjenester som for eksempel ordreforidling og/eller plassering av finansielle instrumenter, vil imidlertid fremdeles måtte ha særskilt konsesjon til dette.»

Når det gjelder såkalte «tilknyttede tjenester», har utvalget foreslått en egen bestemmelse om slike i lovutkastet § 2-1 annet ledd. Forslaget er omtalt i NOU 2006: 3 pkt. 2.4:

«Systematikken etter gjeldende norsk rett og ISD, så vel som etter MiFID, er at de såkalte tilknyttede tjenestene, i motsetning til investeringstjenestene, ikke i seg selv er konsesjonsbelagt. Dette innebærer at personer som ikke er verdipapirforetak, ikke behøver å bli verdipapirforetak for å tilby tilknyttede tjenester. Det selvstendige innholdet i regler om tilknyttede tjenester, er at foretak som allerede har konsesjon til å yte investeringstjenester, verdipapirforetakene, bare kan yte de tilknyttede tjenestene som fremgår av konsesjonen eller som det i ettertid er gitt melding om til Kredittilsynet, sml. vphl. § 8-1 annet ledd. Bakgrunnen for denne reguleringsmåten er at verdipapirforetak er underlagt virksomhetsbegrensninger, sml. vphl. § 8-3, og at det av tilsynsmessige grunner mv. er viktig å ha kontroll på hvilken virksomhet verdipapirforetak bedriver i tillegg til sin konsesjonspliktige virksomhet. Yting av tilknyttede tjenester kan ha innvirkning på yttingen av investeringstjenestene, for eksempel i forhold til investorbeskyttelse og foretakets øvrige handlemåte.

MiFID innfører følgende nye tilknyttede tjenester i forhold til ISD og gjeldende norsk rett, jf. vedlegg I del B:

«(5) Investment research and financial analysis or other forms of general recommendation relating to transactions in financial instruments;

(...)

(7) Investment services and activities as well as ancillary services of the type included under Section A or B of Annex 1 related to the underlying of the derivatives included under Section C - 5, 6, 7 and 10 - where these are connected to the provision of investment or ancillary services.»

Vedlegg I del B nr. 5 gjelder investeringsanbefalinger, analyser og andre former for generelle anbefalinger i relasjon til transaksjoner i finansielle instrumenter. Utvalget foreslår å ta inn investeringsanbefalinger mv. som en tilknyttet tjeneste i ny vphl. § 2-1 annet ledd nr. 5. Det vises for øvrig til at investeringsanbefalinger er særskilt regulert i vphl. § 2-10 (blir ny § 3-10) og forskrift 1. juli 2005 nr. 783 om utarbeidelse og formidling av investeringsanbefalinger mv. Reguleringen bygger på EØS-reglene om markedsmissbruk.

Vedlegg I del B nr. 7 gjelder investeringstjenester og tilknyttede tjenester knyttet til underliggende varer mv. til derivater som omfattes av vedlegg I del C nr. 5-7 og 10. Slike tjenester vil normalt ikke falle inn under verdipapirreguleringen fordi tjenesten ikke gjelder finansielle instrumenter, men varer mv. Direktivet

bestemmer her at slike tjenester skal anses som en tilknyttet tjeneste til investeringstjenestevirksomheten, dersom tjenestene knyttet til underliggende har sammenheng med tjenester knyttet til derivater. Denne bestemmelsen har likhetstrekk med gjeldende vphl. § 8-1 første ledd nr. 6. Utvalget foreslår å ta inn en bestemmelse som gjennomfører MiFID vedlegg I del B nr. 7 i ny vphl. § 2-1 annet ledd nr. 7.

Utvalget har vurdert om boksutleie fortsatt bør være en tilknyttet tjeneste, jf. gjeldende vphl. § 8-1 første ledd nr. 7. Boksutleie er en tilknyttet tjeneste etter ISDs vedlegg del C nr. 2 («safe custody services»). MiFID synes imidlertid ikke å videreføre boksutleie som tilknyttet tjeneste. I NOU 1995: 1 side 56 uttales følgende om boksutleie:

«Boksutleie har etter utvalgets syn ingen naturlig sammenheng med norske fondsmeglerforetaks virksomhet i dag og heller ikke med investeringstjenester som nevnt i Vedlegget del A. Boksutleie i tilknytning til finansielle forhold utføres i første rekke av bankene. Utvalget har imidlertid ikke innvendinger mot at investeringsforetak kan drive slik virksomhet innenfor sin tillatelse.»

Verdipapirmarkedslovutvalget mener at det ikke er hensiktsmessig å operere med boksutleie som egen tilknyttet tjeneste. Utvalget foreslår derfor at boksutleie ikke inngår i oppregningen av tilknyttede tjenester i ny vphl. § 2-1 annet ledd.

I gjeldende vphl. § 8-1 første ledd nr. 5 er investeringsrådgivning listet som en tilknyttet tjeneste. Investeringsrådgivning skal etter MiFID og utvalgets forslag nå være en investeringstjeneste. Investeringsrådgivning inngår derfor ikke i oppregningen av tilknyttede tjenester i ny vphl. § 2-1 annet ledd.

Utvalget foreslår videre at kredittgivning uttrykkelig nevnes som en tilknyttet tjeneste i ny vphl. § 2-1 annet ledd nr. 2, jf. MiFID vedlegg I del B nr. 2. I gjeldende norsk rett er ikke kredittgivning listet opp som en tilknyttet tjeneste i vphl. § 8-1, men er særskilt regulert i vphl. § 8-2. Utvalget mener at det er hensiktsmessig at også kredittgivning fremgår som en tilknyttet tjeneste, selv om utvalget foreslår å videreføre særlige regler om kredittgivning, jf. lovutkastet § 9-6 og pkt. 3.1 nedenfor.

I utvalgets forslag er for øvrig opplistingen av de tilknyttede tjenestene omredigert slik at nummereringen er sammenfallende med direktivets opplisting, sml. gjeldende vphl. § 8-1 første ledd og lovutkastet § 2-1 annet ledd. Blant annet er gjeldende § 8-1 første ledd nr. 2 og 3 i tråd med direktivet slått sammen til ett punkt i lovutkastet § 2-1 annet ledd nr. 3.»

Utvalget kan ikke se at det er hensiktsmessig med en omfattende verdipapirrettslig særregulering for kredittinstitusjoner, og foreslår ikke nærmere regler for disse. Det vises for øvrig til utvalgets omtale i NOU 2006: 3 pkt. 2.6.3.

Utvalget foreslår en definisjon av verdipapirforetak i utkastet § 2-3 første ledd. I lovutkastet § 2-4 foreslås det en definisjon av regulert marked, jf. utvalgets omtale under pkt. 2.7.

4.4 Høringsinstansenes merknader

De høringsinstansene som er aktører i kraftmarkedet, viser til at investeringstjenester utvides til å omfatte også investeringsrådgivning, samt at varederivater etter direktivet skal anses som finansielle instrumenter. Dette innebærer at mellommannsvirksomhet innenfor varederivatmarkedet blir konsesjonspliktig virksomhet, noe som er nytt i forhold til gjeldende rett. *Norsk Kraftforvalterforening* uttaler blant annet:

«Selv om våre medlemmer allerede i dag delvis er underlagt det eksisterende regelverket i verdipapirhandelloven vil en overgang til full regulering innebære en betydelig omveltning. Det er også forhold knyttet til selve søknadsprosessen og våre medlemmers særskilte virksomhet som gjør at enkelte aspekter ved lovforslaget må vurderes spesielt for disse. Særlig vil det være viktig for våre medlemmer at man i denne forbindelse tar hensyn til de forhold som preger handelen med varederivater, slik at det lovverket våre medlemmer vil bli underlagt oppfattes som noe mer tilrettelagt for virksomheten enn det eksisterende.

For Norsk Kraftforvalterforening er på denne bakgrunn følgende forhold viktige når det gjelder det nye regelverk som foreslås innført i NOU 2006: 3:

- i. Det er av avgjørende betydning for NKFF at det legges til rette for at overgangen fra ikke-konsesjonspliktig til konsesjonspliktig virksomhet kan gjennomføres raskt og uten risiko for driftsavbrudd. Det vil være betydelige verdier på spill for våre medlemmer og deres kunder dersom man risikerer driftsavbrudd i forbindelse med innføring av et konsesjonskrav.
- ii. Våre medlemmer skiller seg fra de tradisjonelle verdipapirforetakene i markedet ved at virksomheten utelukkende eller hovedsakelig er knyttet til varederivater.
- iii. Det er viktig at de lovendringer som blir vedtatt sikrer så like konkurransevilkår som mulig for alle som ønsker å konkurrere om å levere investeringstjenester i det finansielle kraftmarkedet. Dette innebærer blant

annet at det ikke innføres unntaksbestemmelser som favoriserer bestemte former for organisering av virksomheten, men at de reelle forhold blir avgjørende for om konsesjonskrav innføres.»

Energibedriftenes Landsforening viser til at kraftmarkedet er nordisk, og ber om at det i den grad det er åpning for det, tas hensyn til organiseringen av dette markedet når det skal utformes regler. *NordPool ASA* har for øvrig noen merknader knyttet til definisjonen av varederivater i utvalgets lovutkast:

«Av spesiell interesse for Nord Pool er likevel tilnærmingen til varederivater, der Utvalget har valgt en særnorsk definisjon av begrepet «derivater», der man trekker sammen definisjonene i Direktivets Annex Section C (4) (10). I tillegg foreslås en egen forskriftshjemmel, der vi forstår at tanken er å implementere direktivanexets omfattende definisjoner sammen med de utfyllende regler EU skal vedta som forordning. Forordningen foreligger foreløpig i utkast form.

Vi tror dette er en uheldig tilnærming. Lesere med utgangspunkt i direktivet og forordningen – hvilket vil være en lang rekke internasjonale aktører aktive i de norske markedene – vil få vansker med å gjenfinne direktivets definisjoner i den norske loven. Det er generelt fare for at det skapes uklarhet ved at den foreslåtte norske strukturen ikke samsvarer med strukturen i direktivet og Kommisjonsforordning, som gir utfyllende definisjoner til bestemte kriterier i direktivets definisjon. Dersom den norske teksten ikke ordrett gjentar direktivets definisjoner risikerer man at dette samspillet mellom direktivtekst og utfyllende forordning ikke oppnås.

For å oppnå best mulig samsvar med MiFID hva angår systematikk, oppbygging og innhold er en bedre fremgangsmåte at direktivets definisjoner ordrett gjenfinnes i den norske lovteksten, hvoretter forordningens utfyllende bestemmelser kan inkorporeres som forskrift. Dersom forordningen er klar før proposisjonen er klar, kan man eventuelt også ta den inn i lovteksten. I motsatt fall bør forordningen implementeres ved ordrett transformasjon eller inkorporasjon (der det i den norske forskriften viser til forordningen, som blir norsk rett i norsk språkdrakt).

Sammenhengen mellom direktivtekst og utfyllende forordning kan for så vidt også oppnås ved at direktivets definisjon ordrett inntas i forskrift sammen med implementering av forordningen, men vi ser lite å vinne på en slik tredelt definisjon (med særnorsk derivatdefinisjon i den norske loven, direktivdefinisjonen i

forskrift og utfyllende forordningsdefinisjoner i samme eller annen forskrift).»

Nordic Association of Electricity Traders har tilsvarende synspunkter som NordPool, jf. ovenfor.

Norges Fondsmeglerforbund og Verdipapirfondenes Forening har merknader, blant annet knyttet til investeringsrådgivning. Norges Fondsmeglerforbund uttaler:

«NFMF er positiv til forslaget om at «investeringsrådgivning» etter MiFID blir å regne som en særskilt «investeringstjeneste» og således konsesjonspliktig. Av hensyn til markedets integritet er det viktig at også de foretak som driver «investeringsrådgivning» blir underlagt regulering og tilsyn i henhold til verdipapirhandelloven. Imidlertid bør det vurderes om enkelte av verdipapirhandellovens regler kan unntas verdipapirforetak som bare driver «investeringsrådgivning» slik som lovutkastets § 1-3 åpner for. Slike foretak kan være svært små og driver dessuten en avgrenset virksomhet.

2.3.5 Spørsmålet om markedsføring skal videreføres som konsesjonsklasse

NFMF er positiv til utvalgets forslag om at «markedsføring» av finansielle instrumenter ikke lenger skal anses som en selvstendig «investeringstjeneste». NFMF mener det er svært uheldig for tillitten til det norske finansmarkedet at dagens markedsføringskonsesjoner i følge Kredittilsynets erfaringer gir foretakene legitimitet som verdipapirforetak ovenfor sine kunder, og at enkelte slike foretak driver virksomhet ut over den konsesjonen de har. Videre er det ut fra rene harmoniseringshensyn ønskelig at den norske definisjonen av «investeringstjenester» samsvarer med definisjonen i MiFID.

2.5.3 Pengemarkedsinstrumenter

Uvalget konkluderer med på side 38 at det ved regelkonflikt skal anvendes det regelverk som gir best beskyttelse for investorene. Dette er veldig generelt og ikke nødvendigvis i samsvar med direktivets intensjon. Den særlige investorbeskyttelse som følger av MiFID og lovforslaget er basert på en avveining av flere forhold, bl a investorenes profesjonalitet. Profesjonelle investorer gis en svakere beskyttelse generelt fordi de anses egnet til å ta vare på seg selv, og også fordi de ofte er like profesjonelle som verdipapirforetaket. Sertifikatmarkedet er et utpreget profesjonelt (institusjonelt) marked og dermed blir lovutvalgets prinsipp noe unyansert – og antagelig ikke i samsvar med et av grunntrekkene i reguleringen.»

Verdipapirfondenes Forening uttaler:

«Vi er svært positive til utvalgets forslag om at konsesjonspliktige investeringstjenester skal utvides til også å omfatte «investeringsrådgivning». Sett fra vårt ståsted er dette den viktigste endringen som gjennomføringen av MiFID vil innebære. Uavhengig av direktivforpliktelser er det etter vår vurdering et klart behov for å regulere investeringsrådgivningen som skjer mot massemarkedet. Vi viser til at de ulike finansielle plasseringsproduktene som tilbys i det norske sparemarkedet i dag, er underlagt svært forskjellig regulering på produktsiden. For eksempel er verdipapirfond et gjennomregulert og svært transparent produkt med høy grad av forbrukerbeskyttelse, mens en rekke nye finansielle plasseringsprodukter (for eksempel strukturerte produkter og eiendomsprodukter) har lite omfang av produktregulering og framstår dermed med svært varierende grad av transparens (dvs. informasjon om kostnader, risiko og andre produkttegenskaper). I de senere år er det nettopp disse produktene som har tiltrukket seg betydelige investeringer fra massemarkedet, samtidig som dette kundesegmentet netto har trukket vesentlige midler ut av aksjefond. Det kan selvsagt være ulike årsaker til denne utviklingen, men det er etter vår oppfatning uansett et tankekors at verdipapirfond, som vi mener er svært transparent, utgjør en stadig mindre del av det samlede sparemarkedet, mens produkter med vesentlig mindre islett av regulering og forbrukerbeskyttelse vinner sterkt terreng.

Vår erfaring er at den typiske kunden i massemarkedet har liten kunnskap om finansielle plasseringsprodukter, og derfor oppsøker (eller blir oppsøkt av) en distributør/formidler av slike før plasseringsbeslutningen fattes. Den enkelte kunde er derfor svært avhengig av kvaliteten på den veiledningen som han eller hun mottar i distribusjonsleddet. Det er således etter vår vurdering meget viktig at investeringsrådgivning bidrar til at investorer i massemarkedet settes i stand til å ta velinformerte valg tilpasset sin egen økonomiske situasjon, holdning til risiko med videre, og der ev. interessekonflikter mellom kunde og distributør håndteres slik at kundens interesse kommer først. På denne bakgrunn synes vi det er bra at det nå innføres krav om konsesjon for å kunne drive investeringsrådgivning. Vi håper dette vil kunne legge til rette for bedre kvalitet på og kontroll med investeringsrådgivningen.

[...]

Videre hilser vi velkommen forslaget om også å inkludere kredittderivater i definisjonen av finansielle instrumenter. Som vi ved en rekke anledninger har påpekt overfor departe-

mentet, er det et sterkt ønske blant våre medlemselskaper å kunne investere i slike instrumenter, noe verdipapirfondloven per i dag ikke gir anledning til. Denne adgangen burde etter vår oppfatning vært innført for lenge siden. Med tanke på at ikrafttredelsen av de lovendringer som når foreslås sannsynligvis ligger et godt stykke fram i tid, vil vi henstille til departementet å vurdere hvorvidt det kan være mulig å få til en raskere adgang for forvaltningsselskaper å investere i kredittderivater.

Vi slutter oss også til utvalgets forslag om å oppheve markedsføring av finansielle instrumenter som en egen selvstendig investerings-tjeneste. Både de negative erfaringene som utvalget viser til at Kredittilsynet har høstet, samt rene harmoniseringshensyn, tilsier etter vår oppfatning at markedsføringen ikke bør videreføres som egen konsesjonsklasse.»

Også *Norsk Venturekapitalforening* har merknader knyttet til investeringsrådgivning:

«MiFID åpner for valgfrihet for medlemsstatene til å gjøre unntak fra kravet til konsesjon for investeringsrådgivning hvor rådgivningsselskapet ikke besitter penger eller verdipapirer på vegne av kunden. NOU'en legger ikke opp til å benytte denne adgangen, men foreslår i stedet å «myke» opp enkelte av virksomhetskravene som ikke er forenlige med private equity-fondenes virksomhetsmodell. Dersom forslaget blir vedtatt i lovs form, vil dette innebære at rådgivningsselskapet i private equity-fondenes forretningskonsept vil være forpliktet til å innhente konsesjon som verdipapirforetak for å kunne videreføre dagens virksomhet.

Norsk Venture stiller seg i prinsippet åpne til en regulering av bransjen, under forutsetning av at en regulering er tilpasset bransjens forretningsmodell, at regulering ikke vil kreve uforholdsmessig administrativ ressursbruk for en bransje med stort innslag av små rådgivningsmiljøer og at en regulering er harmonisert med utviklingen i EU og i særdeleshet med utviklingen i Norden som er bransjens primære konkurransearena.

I Sverige er det foreslått at investeringsrådgivning som drives av private equity aktører ikke blir en konsesjonspliktig tjeneste. Norsk Venture har også fått signaler om at dette heller ikke vil bli tilfelle i Finland. Norsk Venture frykter av denne grunn at det foreslåtte regelverket vil pålegge uforholdsmessige byrder for norske private equity aktører i forhold til de øvrige private equity aktørene i Norden og EU.

Norsk Venture prinsipielt anbefaling er derfor at det heller ikke innføres konsesjonsplikt for denne bransjen i Norge.

Enkelte rådgivningsmiljøer, kanskje spesielt de som representerer de største fondene, vil imidlertid kunne tenkes å ønske å søke konsesjon på frivillig grunnlag. Vi foreslår derfor at det, på samme måte som i Sverige, gis mulighet på frivillig basis til å søke konsesjon som verdipapirforetak for å yte rådgivningstjenester. Subsidiært, dersom vår anbefaling ikke tas til følge, eller dersom det ikke innføres plikt, men kun en rett, til å søke konsesjon som verdipapirforetak for å yte rådgivningstjenester overfor privat equity-fond, er det vår oppfatning at det foreslåtte forslaget må bearbeides for å virke hensiktsmessig etter bransjens forretningsmodell. For øvrig vil Norsk Venture anbefale at det inngås et mer langsiktig nordisk samarbeid for å oppnå et felles rammeverk for bransjen i de nordiske landene.»

Kredittilsynet har enkelte merknader knyttet til lovutkastets virkeområde og sentrale definisjoner:

«Kapittel 2 Virkeområde og sentrale definisjoner

Pkt. 2.2.1 Avgrensning av hva som regnes som investeringstjenester.

Utvalget foreslår en videreføring av gjeldene bestemmelse om at investeringstjenester bare kan ytes av foretak som har tillatelse til dette fra departementet.

[...]

Problemstillingen kan for øvrig bli mer aktuell med tilbud av investeringstjenester over internett. Det kan være vanskelig å konstatere om det faktisk er blitt ytet investeringstjenester, særlig der tilbyderer er hjemmehørende i utlandet. Fra praksis nevner Kredittilsynet en sak der et foretak uten konsesjon sendte ut brev til mulige kunder med tilbud om å forvalte deres midler. Kredittilsynet ga pålegg om stans av denne virksomheten.

Pålegg om stans av virksomhet kan være et inngripende tiltak som bør forankres i en klartest mulig hjemmel. For å reflektere den praksis Kredittilsynet følger, foreslår Kredittilsynet at departementet vurderer å klargjøre i loven at å tilby investeringstjenester uten at konsesjon er gitt kan anses som ulovlig virksomhet.

2.3 Nærmere om investeringstjenester

Pkt. 2.3.2 Investeringsrådgivning

Utvalget foreslår at investeringsrådgivning skal bli konsesjonspliktig. Med investeringsrådgivning menes personlig anbefaling til en kunde, på kundens eller verdipapirforetakets initiativ, om en eller flere transaksjoner i forbindelse med finansielle instrumenter.

I lys av level 2-systemet fremtrer utvalgets forslag til § 2-1 første ledd nr. 5, sammenholdt med tredje ledd og definisjonen i § 2-6 første

ledd som hensiktsmessig. Kommisjonen har gitt utkast til nærmere definisjon i art. 52 i Draft Commission Directive 06. februar 2006, og denne synes ikke å omfatte råd om mer generell allokering av porteføljer ol.

Kredittilsynet forutsetter at «transaksjoner» under § 2-6 første ledd vil omfatte transaksjoner i videre forstand, slik som aksjelån og lignende.

Personlige investeringsråd kan være gitt i generell form, men likevel være så vidt spesifikke/små at det for de formål MiFID/loven skal ivareta i realiteten er råd om investeringer i enkeltinstrumenter. For eksempel råd om å investere i «store riggaksjer notert på Oslo Børs» eller i slike aksjer «.. på Norges Fondsmeglerforbunds liste». Kredittilsynet antar at en nærmere avgrensning eventuelt kan gjøres i forskrift.

Annet arbeid mht. investeringsrådgivning

Kredittilsynet viser til departementets brev datert 19. april der Kredittilsynet er bedt om å utarbeide et utkast til forskrift som inneholder krav til informasjon som skal gis ved salg av sammensatte produkter, slik at kundene på en god måte kan sammenligne produktene med andre sparealternativer. Kredittilsynet bes også vurdere hvilke institusjoner/produkter som bør omfattes av en eventuell regulering, og om det bør utarbeides nye forskriftshjemler.

Kredittilsynet vurderer om slik sammenligning forutsetter at de ulike spareproduktene undergis de samme regler mht. krav til rådgivning, informasjon og salgsprosess, og hvilke virksomheter som markedsfører, rådgir, formidler og selger de aktuelle produktene som bør underlegges en eventuell regulering. En side av dette kan også være interessekonflikter som ligger i honorarstrukturer, slik som returprovisjoner ol. I dette arbeidet har Kredittilsynet et særlig fokus på mulige krav til foretak og personer som yter investeringsrådgivning, og den virksomhet disse driver.

Kredittilsynets svar på departementets brev sendes separat.

Det vises for øvrig til høringsuttalelsens pkt. 2.6, der kravene til ledelse av filialer og avdelingskontorer av finansinstitusjoner og verdipapirforetak behandles.

2.3.4. Garantistillelse for fulltegning og plassering av finansielle instrumenter

Kredittilsynet er i det alt vesentlige enig med utvalgets vurderinger. Kredittilsynet har ikke vurdert om endringer i definisjonen av finansielle instrumenter kan tenkes å by på nye problemstillinger i forhold til den nye formuleringen av investeringstjenesten.

2.3.5. Oppheve markedsføringskonsesjonen

Kredittilsynet støtter utvalgets forslag om at markedsføringskonsesjonen i vphl. § 1-2 første ledd nr. 5 oppheves. Det vises til Kredittilsynets brev til Finansdepartementet datert 2. januar 2001. Vesentlige deler av argumentasjonen i brevet er sitert på sidene 29-30 i utvalgets innstilling.

Grensedragningen for markedsføringskonsesjonen har i praksis vært vanskelig. Konsesjonen synes også å ha gitt grunnlag for mer eller mindre bevisste misforståelser om rekkevidden av konsesjonen. Kredittilsynet har måttet bruke uforholdsmessig mye ressurser på denne konsesjonen, uten at dette står i forhold til den tilsynsmessige og markedsmessige verdien av konsesjonen.

Som utvalget påpeker vil de nye reglene om tilknyttede agenter og reglene om investeringsanbefalinger i vphl. § 2-10 (utk. § 3-10) antas å sikre mange av de hensyn markedsføringstillatelsen skulle ivareta. Det vises også til vphl. § 2-9 om forbud mot urimelige forretningsmetoder (utk. § 3-9) som gjelder alle henvendelser til allmennheten og til enkeltpersoner.

2.4 Tilknyttede tjenester

Kredittilsynet er i det alt vesentlige enig i utvalgets vurderinger og forslag. Kredittilsynet vil likevel fremheve at grensedragningen mellom de konsesjonsfrie tilleggstjenestene og de konsesjonspliktige investeringstjenestene må ta utgangspunkt i rekkevidden av investerings-tjenestene slik disse er definert i utk. 2-1.

Generelle investeringsanbefalinger er også gjenstand for regulering i bla. vphl. § 2-9 og 2-10 (utk. § 3-9 og 3-10). Den konkrete bruken av slike generelle analyser og anbefalinger kan etter omstendighetene falle inn under investeringstjenesten «investeringsrådgivning» i utk. § 2-1 første ledd nr. 5. For eksempel der utstederen av en analyse etter utgivelsen tar direkte kontakt med en mottaker av analysen og der denne henvendelsen er eller kan være egnet til å bevege mottakeren til å handle i slik retning som analysen kan oppfattes å konkludere og/eller argumentere for. Kredittilsynet legger til grunn at den nærmere avgrensningen vil utvikles gjennom praktiseringen av bestemmelsen.

2.5 Nærmere om finansielle instrumenter

2.5.2 Omsettelige verdipapirer

Generelt

Utkastet § 2-2 annet ledd definerer begrepet «omsettelige verdipapirer» som

«..de klasser av verdipapirer som kan omsettes på kapitalmarkedet, slik som»

aksjer og andre verdipapirer som kan side-stilles med aksjer, samt depotbevis for slike,

obligasjoner og andre gjeldsinstrumenter, samt depotbevis for slike,

alle andre verdipapirer som gir rett til å erverve eller selge slike omsettelige verdipapirer eller som gir rett til kontant oppgjør beregnet med referanse til omsettelige verdipapirer, valuta, rente, varer eller andre indekser eller mål.»

Kredittilsynet er enig med utvalget (s. 33 1. spalte) når det:

«.. legger til grunn at omsettelighet på kapitalmarkedet er et inngangsvilkår for at et finansielt instrument skal ansees som et omsettelig verdipapir.»

Etter utvalgets syn innebærer dette som utgangspunkt at et verdipapir anses som omsettelig, såfremt det ikke følger av lov eller annen regulering at omsetning er utelukket.

Kredittilsynet stiller spørsmålstegn ved om ikke kravet til «utelukket» er et for snevert kriterium i forhold til kriteriet «omsettelig». Et utgangspunkt som utvalget foreslår gir også liten veiledning i grensedragningen mellom utk. § 2-2 første ledd nr. 1, jf. annet ledd nr. 3 og instrumentene i første ledd nr. 5, jf. femte ledd. Et slikt utgangspunkt kan også medføre at svært mange instrumenter vil omfattes av annet ledd nr. 3, og at grensedragningen mellom utk. § 2-2 annet ledd nr. 3 og femte ledd ellers kan bli meget krevende (utvalget gir ingen føringer om hvordan denne grensen skal trekkes). Grensedragningen har betydning blant annet ved at reglene om prospektplikt får anvendelse for omsettelige verdipapirer (jf. utredningen side 32), og for reglene om opptak til notering på regulert marked, utk. børslov § 2-21 annet ledd.

Etter Kredittilsynets vurdering er det naturlig å forstå kriteriene «kan omsettes» og «på kapitalmarkedet» slik at et verdipapir ansees som omsettelig dersom det etter sin art i henhold til lov og annen offentligrettslig regulering er omsettelig på kapitalmarkedene, i den forstand at de er utformet og egnet for slik omsetning på kapitalmarkedene – slik tilfellet er for bla. aksjer.

Dette betyr at derivater som etter sin art ikke kan omsettes ikke kan være omfattet av begrepet omsettelig verdipapir. Derimot vil derivater som kan omsettes i annenhåndsmarkedet kunne være et omsettelig verdipapir.

Spørsmålet er om det ligger noen videre begrensninger i kriteriet «på kapitalmarkedet».

Sverige synes det i SOU 2006:50 side 189 flg. å bli lagt til grunn om omsettelige verdipapirer et krav til at instrumentet typisk er egnet for omsetning gjennom det organiserte verdipapirmarkedet.

I Sverige tas det i SOU 2006:50 s. 189 utgangspunkt i en analyse av direktivets kriterier «överlatbara», «värdepapper», «handel» og «kapitalmärknaden».

«Överlatbara» forutsetter at verdipapiret kan omsettes. Derivater som bare kan tres ut av ved å stenge posisjonen ved kjøp av motsatt posisjon kan ikke være omsettelig verdipapir.

«Värdepapper» forutsetter at instrumentet er negotiabelt i den forstand at godtroende erverver får rettsvern for sitt erverv. Dette «vilkåret» under «värdepapper» synes imidlertid å bygge på tradisjonell svensk teori, og det uklart om det foreslås å innebygge et slikt krav.

Med «handel» forstås at instrumentet er egnet for omsetning. Dette er i utgangspunktet ikke tilfelle dersom det foreligger krav om samtykke eller tillatelse, eller instrumentet er gjenstand for forkjøpsrett. Svenske «komanditbolagsandelar» nevnes som eksempel på instrumenter som ikke er egnet for omsetning. Aksjer i «privata bolag» har ikke noe organisert annenhåndsmarked, men dette i seg selv er antakelig ikke nok til å berøve dem karakteren av «egnet for omsetning». (Her vil for øvrig også MHF innebære at alminnelige aksjer kan handles mer organisert, og uansett så er aksjer særlig nevnt i direktivteksten.)

Med «kapitalmärknaden» forstås «det svenska begreppet «värdepappersmarknaden», som i utgangspunktet er instrumenter som omsettes på organiserte markedsplasser eller gjennom foretak regulert gjennom regelverket for verdipapirer. Det skal være instrumenter som i prinsippet hvem som helst kan bruke som en kapitalplassering, og slik at instrumentets utforming og handelen i dette er slik at innehaveren i alle fall i teorien kan omsette rettighetene til dette i rede penger.

I den grad definisjoner kan overlappe hverandre synes den svenske utredningen å anta at dette vil være i forhold til pengemarkedsinstrumenter og fondsandeler. Derimot ikke i forhold til derivatene i utk. § 2-2 første ledd nr. 5. Det er mulig det også stilles et krav om at det for å være et verdipapir må foreligge rettslige godtro- og ekstinksjonsregler, men dette er litt uklart.

På bakgrunn av den nye og mer åpne definisjonen av «omsettelige verdipapirer» bør det vurderes om ikke et relevant avgrensningskriterium for de ikke klart definerte omsettelige verdipapirer kan være et utgangspunkt om at instrumentet som art er egnet for annenhåndsomsetning gjennom det organiserte verdipapirmarkedet, i tillegg til de øvrige avgrensningskriteriene. For øvrig vil relevante momenter i denne vurderingen være om hensynene bak reguleringen tilsier at instrumentet omfattes av

lovens reguleringer, og om det faller inn under en annen kategori av finansielle instrumenter iht. loven.

Andeler i ansvarlige selskaper (ANS) og i kommandittselskaper (KS)

Utvalget legger til grunn at det er uklart hvorvidt andeler i ANS og i KS er omsettelige verdipapirer etter MiFID (utredningen side 33). Utvalget foreslår at slike andeler skal ansees som finansielle instrumenter og at formidling av slike andeler dermed skal være konsesjonspliktig.

Det tilbys i dag i relativt stor grad KS-andeler også i massemarkedet. Kredittilsynet er derfor enig med utvalget i at det uavhengig av MiFID kan være et behov for å regulere salg og mellommannsvirksomhet i slike andeler.

Kredittilsynet er imidlertid ikke overbevist om at dette bør gjøres ved at andeler i ANS og KS generelt defineres som finansielle instrumenter. Det vises til at reguleringen i MiFID i det vesentlige er knyttet opp mot begrepet «finansielle instrumenter» som et koblingsbegrep, og at bestemmelsene ikke er utformet med tanke på mer uoversiktlige selskapsandeler med mer eller mindre ubegrenset ansvar.

Ansvaret for deltakere i et ANS er i prinsippet ubegrenset. I forhold til omsettelighet er hovedregelen for ANS at selskapsandeler ikke er omsettelige uten samtykke fra alle øvrige selskapsdeltakere (selskapsloven § 2-28). For kommandittandeler følger imidlertid av selskapsloven § 3-9 at det er komplementaren som forestår forvaltningen av selskapet. Denne er altså gitt en særlig sterk innflytelse på kommandittselskapet, i motsetning til for eksempel aksjer der utgangspunktet er at hver aksje har samme stemme og innflytelse i selskapet.

Kredittilsynet vil også peke på at utvalget ikke synes å ha vurdert de ulike rettsvirkninger av å inkludere andeler i ANS og KS som finansielle instrumenter. Begrepet «finansielle instrumenter» antas også å utløse rettsvirkninger i annet regelverk.

Uten en grundigere utredning av rettsvirkningene av en slik utvidelse, finner Kredittilsynet derfor ikke å kunne støtte en slik ikke-direktivpålagt utvidelse av begrepet «finansielle instrumenter».

Kredittilsynet legger til grunn at krav til verdipapirforetaks organisering, håndtering av interessekonflikter og forholdet til kunder med mer vil gjelde for all virksomhet foretaket driver, også tilknyttet virksomhet iht. utk. § 10-2. Dette er i samsvar med det Kredittilsynet har lagt til grunn i sin praksis under den gjeldende vphl. Dette innebærer blant annet at reglene i utk. § 9-11 og i §§ 10-12 og 10-13 også gjelder for verdipapirforetakenes rådgivning og annen

ytelse av investeringstjenester i tilknytning til andeler i KS og i ANS, selv om disse ikke defineres som finansielle instrumenter. I den grad verdipapirforetaket ikke har kompetanse eller på annen måte ikke forstår eller kan forklare verdi, innhold og risiko i andelene, må krav til bla. god forretningsskikk tilsi at verdipapirforetaket ikke kan gi råd eller utføre ordre mht. investeringer i slike andeler.

Slik Kredittilsynet forstår MiFID vil direktivets bestemmelser om grensekryssende virksomhet og filial ikke omfatte slik tilknyttet virksomhet.

Foretak som ikke er verdipapirforetak og som yter investeringstjenester innenfor KS og ANS vil falle utenfor reguleringen dersom disse ikke defineres i loven som finansielle instrumenter. Som nevnt over kan det være et behov for å kunne regulere salg og mellommannsrollen i forhold til andeler i særlig KS-andeler, men også i ANS. En slik regulering forutsetter en grundigere utredning av hvordan et slikt regelverk best bør utformes. Kredittilsynet foreslår at dette gjøres i form av et eget lovinitiativ.

Etter anmodning fra Finansdepartementet arbeider administrasjonen med en bredere vurdering av salg og rådgivning av spareprodukter, der andeler i ANS og KS blir kommentert. Saken vil bli forelagt styret på møtet i juni.

2.5.4 Verdipapirfondsandeler

Kredittilsynet er enig med utvalget i at begrepet verdipapirfondsandeler som ansees som finansielle instrumenter ikke nødvendigvis må være regulert av verdipapirfondloven. Utenlandske ordninger og rettslige konstruksjoner kan være vanskelige å vurdere. Kredittilsynet er derfor også enig med utvalget i at utgangspunktet bør være at konstruksjoner med kollektive investeringer i finansielle instrumenter og bankinnskudd skal defineres som verdipapirfond, med mindre de omfattes av øvrige definisjoner under begrepet finansielle instrumenter. En slik presumpsjon vil antakelig i tiltrekkelig grad sikre det nødvendige nivå av investorbeskyttelse der slike «andeler» tilbys for eksempel over internett eller på annen måte direkte til ikke-profesjonelle investorer.»

Norges Bank uttaler følgende:

«Norges Bank har merket seg at det foreslås at konsesjonspliktige investeringstjenester utvides til å omfatte «investeringsrådgivning og drift av multilaterale handelsfasiliteter (MHF)». Dette er en følge av direktivets definisjon. Norges Bank har merket seg den presiseringen det gis av investeringsrådgivningen, og mener bestemmelsen vil legge til rette for

bedre kvalitet på og kontroll med slik investeringsrådgivning.

Når det gjelder multilaterale handelsfasiliteter, antar Norges Bank at deler av virksomheten innen store depotinstitusjoner kan komme inn under definisjonen. Det gjelder virksomhet der aksjer skifter eier uten registrering av handelen på regulert marked. Denne typen aktivitet ble det dratt nytte av ved etablering av aksjeporteføljen til Statens Pensjonsfond – Utland. Det er ryddig at slik virksomhet blir konsesjonsbelagt og kommer under tilsyn etter felles regler i hele EØS-området. Slik aktivitet kan muligens også bli aktuelt i Norge dersom norske investorer i økende grad plasserer i papirer registrert i verdipapirregistre utenfor Norge som godtar virksomhet innen depotet. Norges Bank har ikke merknader til vurderingene utvalget gjør omkring konsesjonspliktig virksomhet når det gjelder garantistillelse, emisjoner og tilbud om kjøp av finansielle instrumenter. Norges Bank er enig i at markedsføring ikke lenger defineres som egen konsesjonspliktig investeringstjeneste.

Utvalget ber på s 32 høringsinstansene vurdere koblingsordet «finansielle instrumenter» innenfor sine ansvarsområder. Norges Bank viser til at lov om finansiell sikkerhetsstillelse blant annet gjelder for avtaler om sikkerhet i finansiell instrumenter. Loven bygger her på verdipapirhandellovens definisjon. Det må vurderes om lov om finansiell sikkerhetsstillelse bør justeres til å bruke definisjonen av finansielle instrumenter i ny verdipapirhandellov. Norges Bank har ikke andre merknader til forslaget.

Norges Bank vil dessuten peke på at det er nyttig at MiFID etablerer felles regler innafor EØS-området for kredittderivater, finansielle differansekontrakter og diverse varederivater. Norges Bank har ingen oppfatning om hvorvidt KS-andeler bør omfattes av den nye verdipapirhandelloven.

Utvalget foreslår videreføring av gjeldende system der kredittinstitusjoner må søke tillatelse etter verdipapirhandelloven for å kunne yte investeringstjenester. Når investeringsrådgivning foreslås å bli konsesjonsbelagt tjeneste, kan dette føre til at flere kredittinstitusjoner må søke om dette. Norges Bank legger – som utvalget – til grunn at det ikke vil være særlig byrdefullt for kredittinstitusjoner å oppnå konsesjon til dette. Norges Bank går også ut fra at bankenes filialnett kan utnyttes som før.»

Oslo Børs har knyttet noen merknader til begrepet «omsettelige verdipapirer» som omfattes av begrepet «finansielle instrumenter»:

«Lovforslaget endrer noe på dagens definisjon av «omsettelige verdipapirer», se forslaget § 2-2 annet ledd blant annet ved at den nå angir grunnvilkåret «verdipapirer som kan omsettes på kapitalmarkedet». Ettersom instrumenter som faller utenfor denne dette vilkåret gjerne vil falle inn under andre deler av definisjonen av finansielle instrumenter, har avgrensningen særlig betydning for prospektplikten som er knyttet nettopp til omsettelige verdipapirer. Som utøver av prospektkontrollen vil børsen måtte foreta denne avgrensningen. Spørsmålet er om «kan omsettes på kapitalmarkedet» viser til instrumenter som etter sin art kan omsettes, eller om det vises til instrumenter som etter sin konkrete utforming kan omsettes. Vil f. eks aksjer eller obligasjoner som etter sine vedtekter eller lånevilkår er gjort uomsettelige være omfattet av prospektplikten? Utvalget synes å legge dette til grunn, jf utredningen side 33 annen spalte der det heter:

«som utgangspunkt anses som omsettelig såfremt det ikke følger av lov eller annen regulering at omsetning er utelukket».

Det kan synes som det med «annen regulering» også siktes til de dokumentene som definerer instrumentet så som vedtekter, låneavtale eller andre konkrete betingelser. Dette støttes også av uttalelsen på side 36 annen spalte fjerde avsnitt der et vilkår for å være omsettelig verdipapir beskrives som «kravet om at instrumentene må kunne omsettes».

Dette vil i tilfelle være en endring i forhold til hva departementet har uttalt som gjeldende rett i Ot prp nr 69 (2004-2005) om gjennomføring av prospektdirektivet s 22 der det heter:

«Bestemmelser om omsetningsbegrensninger, f. eks. gjennom vedtekter eller aksjonæravtale, er etter departementets oppfatning ikke avgjørende for om verdipapiret faller inn under kategorien «omsettelige verdipapirer» i vphl § 1-2 tredje ledd.»

Arbeidsgruppen som forberedte høringsnotat om gjennomføring av prospektdirektivet hadde motsatt standpunkt etter muntlig kontakt med EU-kommisjonen, se Ot prp nr. 69 (2004-2005) side 19.

Uansett har prospektdirektivet forutsatt at definisjonen kan endres som følge av MiFID slik at MiFIDs definisjon blir avgjørende.

Børsen mener fortolkning av dette spørsmålet først og fremst vil være en fortolkning av direktivet som bør gjøres med EU-organer evt i CESRs samarbeidsorgan, og som prospektmyndigheten kan håndtere. Oslo Børs har ikke sterke synspunkter på hvilken tolkning som legges til grunn ettersom reelle hensyn kan

anføres for begge løsninger, men at det finnes en forutsigbar tolkning. Den tolkning som evt gis i forarbeider vil uansett vel måtte gis med forbehold om at det finnes en omforent EØS-fortolkning av dette.»

Advokatforeningen har merknader til enkelte av de foreslåtte definisjonene i utvalgets lovutkast:

«Verdipapirmarkedslovutvalget (Utvalget) foreslår å endre definisjonene av investeringstjenester og tilknyttede tjenester, for dermed å bringe norsk rett i samsvar med MiFID. En slik endring er nødvendig og forslaget § 2-1 er ment å skulle svare til Direktivets definisjoner og systematikk.

Advokatforeningen er enig i både nødvendigheten og ønskeligheten av forslaget, som bl.a. innebærer at det som nå blir definisjonsbestemmelsen vil liste opp alle typer tjenester som faller inn under «investeringstjenester» og «tilknyttede tjenester», uavhengig av om de ytes på forretningsmessig basis eller ikke.

Gjennom endringene i utkastet kap.2 forøvrig vil det imidlertid fortsatt bare være de investeringstjenester som ytes på «forretningsmessig basis» som vil kreve tillatelse.

En mer materiell endring i utkastet knytter seg til kravet om at investeringsrådgivning («investment advice») skal være en egen investeringstjeneste som fordrer tillatelse. Denne type rådgivning er i dag behandlet kun som en tilknyttet tjeneste. I lovforslaget, som er ment å reflektere MiFID's definisjon av «investeringsrådgivning», mener lovutvalget at presisjonsnivået kunne vært bedre i selve lovteksten, selv om det legges til grunn at en nærmere definisjon i forskrift vil være nødvendig.

I det store og hele har Advokatforeningen ingen vesentlige kommentarer til verken innhold eller systematikk når det gjelder definisjoner og lovbestemmelers rekkevidde, målt opp mot våre forpliktelser i h.h.t. MiFID. Når Utvalget foreslår at markedsføring av finansielle instrumenter ikke lenger skal være en investeringstjeneste, fremtrer dette som fornuftig. Gjennom en slik opphevelse får Norge et regelverk som er mer tilpasset de øvrige land i Norden.

3.2.2 Multilateral handelsfasilitet

Definisjon av multilateralt handelssystem (§ 2-5):

Med multilateral handelsfasilitet (MHF) menes et multilateralt system der det legges til rette for omsetning av finansielle instrumenter i samsvar med ufravikelige regler og kravene fastsatt i denne lov med forskrifter.

Direktivets definisjon er slik:

«Multilateral trading facility (MTF)» means a multilateral system, operated by an invest-

ment firm or a market operator, which brings together multiple third-party buying and selling interests in financial instruments - in the system and in accordance with non-discretionary rules - in a way that results in a contract in accordance with the provisions of Title II;

Som det fremgår har man oversatt «non-discretionary» med «ufravikelig». Dette synes lite treffende. Videre er kravet til «bringe sammen tredjeparters kjøps- og salgsinteresser» utelatt i den norske teksten. Dette skaper uklarhet med hensyn til om automatiske matching systemer for foretaks egenhandel (slik «Enron Online» var et eksempel på) fanges opp av den norske definisjonen, men neppe av Direktivet. Se NOU'en side 153 og fortalen til MiFID (6):

The definitions should exclude bilateral systems where an investment firm enters into every trade on own account and not as a riskless counterparty interposed between the buyer and seller.»

Næringslivets Hovedorganisasjon (NHO) uttaler følgende om investeringstjenester og begrepet finansielle instrumenter:

«NHO er positiv til at utvalgets forslag om å benytte seg av muligheten til å unnta investeringstjenester fra regulering under direktivet, respekteres. NHO er særlig opptatt av unntaket for konserninterne transaksjoner for selskaper som «leilighetsvis» formidler posisjoner og/eller er aktive i derivatmarkedet og foretak som utelukkende driver egen handel.

Unntaket for konserninterne transaksjoner har stor betydning for de fleste konserner, enten de er store eller små. Slik selskapsstrukturen i mange små og store selskaper er, og slik konsernene har organisert sin virksomhet, er det ofte ett selskap eller en avdeling i et selskap som håndterer investeringstjenester på vegne av alle selskapene i hele konsernet. Dette kan gjelde både valutainvesteringer kraftinvestering, og andre posisjoner som ofte vil inkludere investeringstjenester. Med globaliseringen og bedriftenes økede aktivitet generelt mot utlandet - dette gjelder både store og små selskaper - vil det være stadig mer aktuelt å yte finansielle tjenester til selskaper i konsernstrukturen, for eksempel innenfor valutasikring av kontrakter, sikring av kraftleveranser, m.v.

NHO støtter imidlertid at det innføres konsesjonsplikt for mottak og formidling av ordre samt investeringsrådgivning i denne forbindelse.

Omsettelige verdipapirer og andeler i kommandittselskaper og ansvarlige selskaper

MiFID-direktivet vedlegg 1, del C nr. 1 regulerer «transferable securities» som finansi-

elle instrumenter som omfattes av direktivet. I forhold til dagens regulering i norsk rett omfattes ikke andeler i kommandittselskaper og ansvarlige selskaper av definisjonen omsettelige verdipapirer i verdipapirhandelloven § 1,2 2. ledd nr. 1.

Utvalget foreslår å regulere dette slik at ANS og KS-andeler ansees som finansielt instrument i verdipapirhandellovgivningens forstand, og begrunner dette særlig med at det ikke er noen grunn for en reguleringsmessig forskjellsbehandling med hensyn til mellommanns- og rådgivningsvirksomhet ettersom en selskapsandel som rent faktisk kan omsettes er en aksje eller en annen selskapsandel.

NHO slutter seg til utvalgets vurdering på dette punkt, og vil særlig fremheve betydningen av at det er de samme reglene som gjelder for omsetning av eierandeler i dette markedet. Vi viser særlig til forholdet knyttet til tilrettelegging og omsetning av eierandeler innen fast eiendom (syndikering) i den forbindelse.»

Finansnæringens Hovedorganisasjon og Sparebankforeningen sine merknader knytter seg til lovutkastets anvendelse overfor banker og kredittinstitusjoner:

«Lovutvalget har i kapittel 2.6 foretatt en særskilt vurdering av kredittinstitusjoner som utøver av investeringstjenester. Utvalget foreslår å videreføre eksisterende norsk modell hvor bankene underlegges verdipapirhandelloven og dens konsesjonsregime for investeringstjenester. Dette er prinsipielt en annen modell enn den som følger av EU-retten og som bygger på at banker kan utøve investeringstjenester som en del av sin bankkonsesjon, men slik at enkelte bestemmelser i MiFID er gitt anvendelse også for banker. I likhet med lovutvalget, peker vi på at dette reiser en rekke spørsmål i tilknytning til samspillet mellom bankdirektivet og MiFID, herunder likebehandling i forhold til utenlandske aktører. Vi støtter og understreker sterkt utvalgets vurderinger i kapittel 2.6 hvor det legges til grunn at 1) norske banker ikke skal få strammere rammevilkår enn utenlandske banker eller deres filialer i Norge, 2) at det ikke vil være særlig byrdefullt for banker å oppnå konsesjon til å yte investeringsrådgivning og ordreformidling, og 3) at MiFID ikke er til hinder for at tjenestene investeringsrådgivning og ordreformidling fortsatt kan drives gjennom bankenes filialnett. Vi viser til at det er av stor betydning at utvalgets forutsetninger følges opp av konsesjons- og tilsynsmyndighetene ved praktiseringen av lovbestemmelsene.

Det er videre viktig å se utvalgets forslag i sammenheng med de utfyllende regler som Kommisjonen har fremmet til gjennomføring

av MiFID og transparencydirektivet. Harmonisering står her enda mer sentralt, jf. at det i tillegg til et kommisjonsdirektiv også er foreslått en kommisjonsforordning. Etter mandatet skulle lovutvalget egentlig også behandlet disse reglene, men dels er reglene ikke endelig vedtatt, og dels ble det ikke tid til dette i utvalget. Næringen vil vie oppfølgingen av disse reglene stor oppmerksomhet fremover. Det er positivt at lovutvalget også tar en viss høyde for at lovregler i tilknytning til gjennomføringen av direktivene, senere må kunne justeres dersom det er nødvendig av hensyn til å gi plass til de utfyllende reglene. Vi støtter dette og vi vil komme nærmere tilbake til disse når den tid kommer.

1.2 Bankene som aktører i investeringstjenestemarkedet

Utøvelse av investeringstjenester er naturlig knyttet til banker og finanskonsern, eller gjennom en gruppe av samarbeidende banker. Mange banker har egen konsesjon som verdipapirforetak og yter investeringstjenester etter verdipapirhandelloven gjennom egne interne avdelinger («marketsavdelinger»). Investeringstjeneste-virksomheten kan også være organisert gjennom egne konsernforetak eller foretak direkte eller indirekte eiet av flere banker sammen. En rekke banker opptrer også som agenter. Bankene og andre verdipapirforetak forestår ordreformidling og yter rådgivningstjenester i forbindelse med kundenes forvaltning og plassering av midler. Disse tjenestene ytes i stor grad gjennom bankenes filialnett, organisatorisk atskilt fra de avdelinger som utøver konsesjonspliktige investeringstjenester.

Mange banker og finanskonsern er også selv utstedere av finansielle instrumenter som er gjenstand for omsetning og som kan være notert på børs eller annen markeds plass, for eksempel Alternative Bond Market (ABM) i regi av Oslo Børs.

Bankene og finanskonsernene med sine filialer og andre distribusjonskanaler er store leverandører av finansielle produkter. Det er bankene og finanskonsernene med deres kunderådgivere som på mange måter er bindeledet mellom det alminnelige publikum og verdipapirmarkedet. Vi mener det er viktig av hensyn til betjeningen av publikum at dette bindeleddet opprettholdes og videreutvikles, i en fremtid der folk flest trolig i stadig høyere grad vil plassere finansielle midler i spareprodukter (finansielle instrumenter), mer eller mindre komplekse sådanne.

Finansnæringen har i de senere årene, sammen med utdanningssystemet, også utviklet og formulert minstekrav til finansielle råd-

giveres kompetanse, samt gitt anbefalinger om god rådgivningsskikk. Finansforetakene har brukt og bruker fortsatt betydelige ressurser for å utvikle medarbeidernes kompetanse og å utvikle organisasjonene for å stå bedre rustet til å møte de nye kravene som EU-regelverket stiller, og nye markedsmessige behov. Vi legger til grunn at foretakene i finansnæringen fortsatt vil spille en slik sentral rolle for folk flest når det gjelder å kunne tilby og gi råd om plasseringer i finansmarkedet og å formidle ordrer i finansielle instrumenter.»

Dessuten har Finansnæringens Hovedorganisasjon og Sparebankforeningen også enkelte kommentarer rundt investeringsrådgivning:

«Det foreslås i § 2-1 første ledd en opplisting av investeringstjenestene som er i samsvar med MiFID. Mottak og formidling blir en tjeneste, og utførelse av ordre på vegne av en kunde blir skilt ut som en egen tjeneste, jf. § 2-1 første ledd nr. 1 og 2. Gjeldende unntak for formidling av ordre i verdipapirer er mao. ikke videreført.

Det foreslås i § 2-1 første ledd nr. 5 også konsesjonsplikt for investeringsrådgivning. Investeringsrådgivning er nærmere definert i § 2-6 (1). Vi merker oss at konsesjonsplikten kun gjelder når disse tjenestene relaterer seg til konkrete finansielle instrumenter. Den mer overordnede allokeringrådgivning rammes ikke. Dette samsvarer også med utkastet til Kommisjonens forslag til gjennomføringsbestemmelser.

Når det gjelder forholdet til bankers utførelse av ovennevnte tjenester, vises det til punkt 1.1 og 1.3 ovenfor hvor det bl. a. legges til grunn at bankene fortsatt skal kunne drive slik virksomhet i filialnettet i samsvar med dagens organisering selv om virksomheten nå blir konsesjonspliktig.

Vi peker også på at det kan være vanskelig å trekke grensene for hvilken virksomhet bankene kan drive som en naturlig del av bankkonsesjonen eller kun etter verdipapirhandellovens konsesjonsregler. Bl.a. peker vi på at porteføljeadministrasjon og -rådgivning er en tjeneste som kan ytes etter bankdirektivet, jf. bilag 1 nr 11. Det er her viktig at en følger opp utvalgets kommentar i kapittel 2.6 om at bankenes utøvelse av investeringstjenester må vurderes på bakgrunn av samspillet mellom bankdirektivet og MiFID, samt at norske banker ikke forskjellsbehandles i forhold til utenlandske banker.

Det er videre viktig at andre rådgivere blir underlagt samme regler som rådgivningstjenestene i banker. De frittstående rådgiverne blir mao. regulert under den nye loven. Det er i lovforslaget § 1-3 foreslått en bestemmelse som

gjør det mulig å gjøre unntak fra enkelte av lovens krav dersom et foretak kun driver ordreformidling og investeringsrådgivning. Det er etter vår oppfatning helt essensielt at myndighetene sørger for like rammebetingelser og like konkurransevilkår for aktørene på «rådgivningsmarkedet». Det må gjelde for forholdet mellom kredittinstitusjoner og frittstående rådgivningsselskaper, og det må gjelde i forholdet mellom norske og utenlandske aktører. Vi legger til grunn at dette vil være et styrende element for all etterfølgende regelverksarbeid gjennom forskrift eller via rundskriv fra tilsynsmyndigheten.»

Kredittilsynet har også en merknad knyttet til filialer av kredittinstitusjoner og krav til ledelse:

«Filialer av banker og andre finansinstitusjoner står for en betydelig andel av ytelsen av investeringstjenester til massemarkedet. Dette er antakelig særlig fremtredende i forhold til fond og såkalte strukturerte produkter. Når investeringsrådgivning blir en egen investeringstjeneste, vil filialenes rolle innen konsesjonspliktig ytelse av investeringstjenester øke.

I motsetning til det som gjelder for avdelingskontorer av verdipapirforetak, er det ikke et krav at filialer av finansinstitusjoner har til stede nødvendig kompetanse om produkter og mellommannsrollen.

Kredittilsynet vil her også peke på sammenhengen med bruk av tilknyttede agenter, der det i pkt. 4.7 foreslås å stille samme krav til ledelsen av disse som til ledelsen av avdelingskontorer.

Det gir etter Kredittilsynets vurdering dårlig sammenheng at det ikke stilles de samme krav til kompetanse og erfaring for den som leder ytelsen av investeringstjenester i bankfilial. Kredittilsynet kan ikke se at behovet for investorbeskyttelse som kravet om nødvendig kompetanse representerer er mindre i bankfilialer enn i avdelingkontorer av verdipapirforetak. Dette har for øvrig også en konkurransevridende effekt.

Kredittilsynet foreslår at kravet til å ha en leder som oppfyller kravene i utk. § 9-17 første ledd, jf. § 9-9 også gjøres gjeldende for finansinstitusjoner. Det er Kredittilsynets oppfatning at bankdirektivene ikke vil være til hinder for dette. Dette er også i samsvar med det tosporede system i Norge der banker som skal yte investeringstjenester må søke verdipapirkonsesjon for dette, og at reglene i vphl. generelt også gjelder for finansinstitusjoner med mindre disse er særlig unntatt.»

Ingen andre høringsinstanser har merknader til utvalgets forslag.

4.5 Departementets vurdering

Direktivet regulerer verdipapirforetak og regulerte markeder, jf. artikkel 1. Den nærmere avgrensningen av virkeområdet følger av enkelte sentrale juridiske koblingsord.

Verdipapirforetak er foretak hvis alminnelige virksomhet er å yte en eller flere *investeringstjenester* til tredjeparter eller *drive investeringsvirksomhet* på forretningsmessig grunnlag, jf. art. 4 (1). Slike foretak må bl.a. ha konsesjon, jf. art. 5. Investerings tjenester og investeringsvirksomhet er definert som nærmere angitte «tjenester og virksomheter» som knytter seg til nærmere angitte «finansielle instrumenter». I likhet med utvalget legger departementet til grunn at det ikke er en realitetsforskjell mellom «tjenester» og «virksomheter», og vil i det følgende kun snakke om «tjenester».

Det er derfor viktig å avklare det nærmere innholdet i disse juridiske koblingsord (tjenester og finansielle instrumenter), siden dette er bestemmende for direktivets virkeområde. Angivelsen av tjenester er kun relevant for definisjonen av verdipapirforetak, mens finansielle instrumenter er relevant både ved definisjonen av verdipapirforetak og regulerte markeder. Finansielle instrumenter utløser i tillegg en rekke andre rettsvirkninger i fellesskapslovgivningen og norsk gjennomføring av denne.

Når det gjelder den nærmere angivelse av investeringstjenester, følger dette av direktivets vedlegg I del C. Definisjonen bygger i stor grad på gjeldende direktiv (ISD) og den norske gjennomføringen av dette, men det foreslås to viktige utvidelser. Dette gjelder investeringsrådgivning og drift av såkalte «multilaterale handelsfasiliteter».

Blant høringsinstansene er det bred støtte til utvalgets forslag om å utvide definisjonen av investeringstjenester til også å omfatte investeringsrådgivning. Investeringsrådgivning er definert i utvalgets utkast § 2-6 første ledd som personlige anbefalinger til en kunde, enten på kundens eller verdipapirforetakets initiativ, om en eller flere transaksjoner i forbindelse med finansielle instrumenter. Etter departementets vurdering er det positivt at denne typen virksomhet underlegges regulering og tilsyn, særlig sett hen til omfanget av virksomheten og hensynet til investorene. Videre viser departementet til at utvalgets forslag på dette punktet vil oppfylle Norges direktivforpliktelser etter MiFID. Departementet slutter seg derfor til utvalgets vurdering og konklusjon på dette punktet, og foreslår at investeringsrådgivning defineres i lovforslaget § 2-4 første ledd. Departementet foreslår at det presiseres i definisjonen at det dreier

seg om anbefalinger knyttet til «bestemte» finansielle instrumenter. Investeringsrådgivning vil etter forslaget være personlig anbefaling til en kunde om en eller flere transaksjoner i forbindelse med bestemte finansielle instrumenter. Det er ikke avgjørende om det er kunden eller verdipapirforetaket som har tatt initiativet. Definisjonen er i samsvar med definisjonen i MiFID artikkel 4 nr. 1 4) og gjennomføringsdirektivet art. 52. At anbefalingen må være personlig, innebærer at det må avgrenses mot generelle anbefalinger som for eksempel investeringsanbefalinger, som ikke retter seg mot konkrete kunder/investorer. Videre er det et krav at anbefalingen må dreie seg om konkrete finansielle instrumenter – i motsetning til anbefalinger som knytter seg til mer generelle råd om plassering i ulike instrumenter (allokeringsanbefalinger). Slike mer generelle anbefalinger vil imidlertid omfattes av reglene om god forretningsskikk, se tilsvarende i gjennomføringsdirektivets fortale pkt. 81 og 82. Departementet viser for øvrig til at det er gitt utfyllende bestemmelser om det nærmere innholdet i begrepet investeringsrådgivning i gjennomføringsdirektivet artikkel 52. Departementet legger til grunn at en nærmere avgrensning av slik virksomhet ved behov kan foretas i forskrift, jf. den foreslåtte forskriftshjemmelen i lovforslaget § 2-1 tredje ledd som åpner for at det kan gis nærmere forskrifter om hva som skal anses som investeringstjenester.

I likhet med investeringsrådgivning er også drift av såkalte multilaterale handelsfasiliteter foreslått som en ny investeringstjeneste i verdipapirhandellovens forstand, jf. utvalgets utkast § 2-1 første ledd nr. 7. Slik drift er omfattet av MiFID, og er nytt i forhold til gjeldende norsk rett og ISD. Som det fremgår av den siterte høringsuttalelsen fra Advokatforeningen ovenfor under punkt 4.4, har foreningen enkelte innvendinger til formuleringen av definisjonen av multilateral handelsfasilitet i utkastet § 2-5 første ledd sammenholdt med direktivteksten. Departementet er enig i de innvendingene som anføres, og foreslår enkelte omformuleringer i forhold til utvalgets utkast. Departementet foreslår også at de foreslåtte definisjonene samles i to bestemmelser, jf. lovforslaget §§ 2-3 og 2-4. Jf. for øvrig nærmere omtale av disse bestemmelsene nedenfor. Det omtalte forslaget til definisjon av multilateral handelsfasilitet er tatt inn i forslaget til ny verdipapirhandellov § 2-3 fjerde ledd. Departementet legger i likhet med utvalget til grunn at de øvrige investeringstjenestene i utkastet § 2-1 første ledd, innebærer en videreføring av gjeldende rett. Departementet slutter seg, med unntak av enkelte språklige justeringer, på denne bakgrunn til utval-

gets utkast, jf. lovforslaget § 2-1 første ledd. Det bemerkes at det etter gjeldende rett bare er tjenester som ytes på forretningsmessig grunnlag som regnes som investeringstjeneste, jf. verdipapirhandelloven § 1-2. Etter MiFID og lovforslaget vil i fremtiden dette vilkåret fremgå av kravet om konsesjon for verdipapirforetak, jf. forslaget til ny verdipapirhandellov § 9-1 og MiFID artikkel 5. Etter departementets vurdering vil denne endringen neppe få praktiske konsekvenser.

Utvalgets forslag om å oppheve krav om tillatelse for markedsføring av finansielle instrumenter har fått tilslutning fra høringsinstansene. Departementet slutter seg til utvalgets vurderinger og konklusjon på dette punktet. Departementet har særlig lagt vekt på det utvalget fremhever, at investeringsrådgivning og formidling av ordre i henhold til lovforslaget vil bli konsesjonsbelagt og at tilknyttede agents virksomhet reguleres. Departementet har også lagt vekt på at regler som gjennomfører markedsmissbruksdirektivet som regulerer utarbeidelse og formidling av investeringsanbefalinger (verdipapirhandelloven kapittel 2, som foreslås videreført i lovforslaget kapittel 3) muliggjør at det kan føres kontroll med utarbeidelse av, spredning av og innholdet i slike investeringsanbefalinger.

Ingen av høringsinstansene har hatt merknader til utvalgets utkast til bestemmelser om såkalte tilknyttede tjenester, jf. utkastet § 2-1 annet ledd. Det samme gjelder utkastet til forskriftshjemmel, jf. utkastet § 2-1 tredje ledd. Departementet slutter seg til disse bestemmelsene, jf. lovforslaget § 2-1 annet ledd og tredje ledd. Det er foretatt enkelte mindre språklige presiseringer i forhold til utvalgets utkast.

Investerings tjenestene som omfattes av utvalgets utkast og av direktivets bestemmelser, må knytte seg til «finansielle instrumenter». Hvilke tjenester og aktiviteter som skal regnes som investeringstjenester beror derfor på definisjonen av finansielle instrumenter. I likhet med den foreslåtte definisjonen av investeringstjenester, er utvalgets utkast til definisjon av finansielle instrumenter i stor grad en videreføring av gjeldende rett og ISD. Enkelte av instrumentene er imidlertid nye, og enkelte formuleringer er endret i forhold til gjeldende norsk rett og EØS-rett. Det er i hovedsak disse som er nærmere kommentert av høringsinstansene.

Den viktigste utvidelsen gjelder såkalte *varederivater*. Varederivater er langt på vei allerede regulert i den norske verdipapirhandelloven, men de omfattes ikke av ISD. MiFID innebærer således en utvidelse av fellesskapsretten på dette området, men det kan reises spørsmål om i hvilken grad

dette innebærer en utvidelse i forhold til gjeldende norsk rett. Det følger av vphl. § 1-2 fjerde ledd at varederivater skal regnes som et finansielt instrument. Med varederivater menes finansielle termin, opsjons- eller byttekontrakter knyttet til varer eller tjenester. Det følger videre av bestemmelsen at en derivatkontrakt som er gjenstand for omsetning på børs eller autorisert markeds plass alltid skal regnes som finansiell. Det er i forarbeidene til bestemmelsen (Ot.prp. nr. 53 (2000-2001)) angitt ytterligere avgrensningskriterier for å skille finansielle og ikke-finansielle derivatkontrakter.

Etter departementets syn ligger MiFIDs definisjon av varederivater i vedlegg I seksjon C nr. 5, 6, 7 og 10 nær opp til den norske definisjonen av varederivater, men det benyttes en annen reguleringsform. Dette gjelder særlig på to områder. Den norske definisjonen av varederivater inneholder *for det første* ingen uttømmende angivelse av derivatets underliggende, dvs. av hvilke «varer eller tjenester» som må ligge til grunn for derivatkontrakten. I stedet uttales i forarbeidene at «varer og tjenester» må tolkes vidt, og at begrepet bl.a. vil omfatte kraft, indekser på kraft og utslippstillatelser for miljøgasser mv., jf. Ot.prp. nr. 53 (2000-2001) s. 19. Det legges således et dynamisk tolkingsprinsipp til grunn. I MiFID benyttes begrepet «varer» (commodities) i en snevrere forstand, og det legges opp til at derivatets underliggende positivt må reguleres for å være omfattet av definisjonen. I praksis innebærer neppe dette en stor realitetsforskjell, siden opplistingen i MiFID vedlegg I seksjon C nr. 10 innebærer at også annet enn «varer» i tradisjonell forstand kan anses som underliggende til derivatkontrakter omfattet av direktivet. Denne bestemmelsen vil uansett kunne suppleres av Kommisjonen ved bruk av den såkalte komitologi-prosedyren, jf. MiFID art 4 (1) nr. 2 og gjennomføringsforordningen art. 39. *For det andre* inneholder ikke den norske bestemmelsen en uttømmende regulering av hvilke krav det må stilles til derivatet som sådan, uavhengig av derivatets underliggende. Dette skyldtes et bevisst valg fra lovgivers side, jf. Ot.prp. nr. 53 (2000-2001) s. 19-20. I stedet valgte en å angi enkelte momenter for å skille de finansielle fra de ikke-finansielle derivatkontrakter. Sentrale tolkingsmomenter i den forbindelse var kontraktens standardiseringsgrad, pris- og oppgjørmekanismer for kontrakten og hvorvidt det var adgang til kontant oppgjør eller ikke. Kontrakter som handles på børs eller regulert marked skal imidlertid alltid regnes som en finansiell derivatkontrakt. I MiFID angir imidlertid direktivteksten de sentrale kjennetegn ved derivater som omfattes av definisjonen, men i store trekk finnes de kjenne-

tegn som er angitt i lovteksten i forarbeidene til den norske definisjonen (dvs. hvorvidt de handles på børs, adgangen til kontant oppgjør, pris- og oppgjørsmekanismer mv.).

Til tross for disse innholdsmessige likhetstrekk, er ikke definisjonen i henholdsvis MiFID og gjeldende verdipapirhandellov § 1-2 fjerde ledd likelydende. Etter departementets syn bør en derfor gjennomføre MiFIDs definisjon i norsk lov, for på den måten unngå tvil om begrepets innhold, jf. også NordPools anførsel om dette. Utvalget har foreslått en forskriftshjemmel i utkastet § 2-2 sjette ledd, som hjemler adgangen til å gi nærmere regler om hva som skal anses som finansielle instrumenter. Departementet er enig i at det er hensiktsmessig å regulere den nærmere avgrensningen av for eksempel varederivater på denne måten, og slutter seg til utvalgets forslag på dette punktet. Et separat spørsmål er hvilke rettsvirkninger det bør ha at varederivater defineres som finansielle instrumenter. Dette vil bl.a. drøftes nærmere nedenfor i kapittel 5 (unntak).

Det er ikke innvendinger i høringsrunden til at såkalte *omsettelige verdipapirer* skal regnes som finansielle instrumenter, jf. utvalgets utkast § 2-2 første ledd. Denne typen verdipapirer er også omfattet av gjeldende rett, jf. verdipapirhandelloven § 1-2 annet ledd nr. 1. Spørsmålet er imidlertid hvilke verdipapirer som faller inn under dette begrepet. Utvalget har i utkastet § 2-2 annet ledd nr. 1 til 3 foreslått en mer utfyllende definisjon av begrepet enn det som følger av gjeldende rett. Utvalget har lagt seg nært opp til ordlyden i direktivet. Departementet legger til grunn at dette her er hensiktsmessig. Departementet foreslår likevel av lovtekniske grunner enkelte mindre endringer i formuleringene.

Departementet er enig med utvalget i at omsettelighet på kapitalmarkedet må være et inngangsvilkår for at verdipapiret skal anses som omsettelig. Departementet er av den oppfatning at et verdipapir anses omsettelig på kapitalmarkedet, dersom verdipapiret etter sin art er omsettelig. Det vises til departementets vurdering i Ot.prp. nr. 69 (2004-2005) om gjennomføring av prospektdirektivet pkt. 3.3.3, hvor det gis uttrykk for tilsvarende synspunkter. Det er altså ikke avgjørende i seg selv at verdipapiret rent faktisk ikke er omsettelig.

Som følge av utvalgets utkast til § 2-2 annet ledd nr. 3, antar departementet at definisjonen av omsettelige verdipapirer er noe videre enn etter gjeldende rett. Utkastet § 2-2 annet ledd nr. 3, omfatter «alle andre verdipapirer» som gir rett til å erverve eller selge omsettelige verdipapirer, eller som gir rett til kontant oppgjør beregnet med referanse til

underliggende omsettelig verdipapir, valuta, rente, varer eller andre indekser eller mål. Som blant annet Kredittilsynet har påpekt, vil det kunne oppstå avgrensningsproblemer mot ulike typer av derivater. Departementet viser til at derivater også regnes som finansielle instrumenter, men at det for eksempel i forhold til verdipapirhandellovens regler om prospektplikt er avgjørende om man står overfor et omsettelig verdipapir. I forhold til derivater vil det således være spørsmålet om derivatkontrakten er omsettelig på kapitalmarkedet, som er avgjørende for om den faller inn under utkastet § 2-2 annet ledd nr. 3 (som et omsettelig verdipapir) eller under § 2-2 første ledd nr. 4 jf. femte ledd (derivater). I motsetning til under gjeldende rett kan etter omstendighetene varederivater regnes som et omsettelig verdipapir. Etter det departementet er kjent med, er imidlertid handelen med varederivater i Norge i dag organisert på en slik måte at derivatkontrakten som sådan ikke er gjenstand for omsetning, men inngås og stenges i forhold til en sentral motpart. Departementet viser for øvrig til utvalgets drøftelse i NOU 2006: 3 pkt. 2.5.2.3.

Departementet viser for øvrig til at MiFID – i motsetning til ISD – ikke inneholder en uttømmende definisjon av begrepet omsettelige verdipapirer. Omsettelige verdipapirer defineres som de klasser av verdipapirer som kan omsettes på verdipapirmarkedet, *herunder* de nærmere angitte verdipapirklasser angitt i direktivets artikkel 4 (1) nr. 18 litra a) til c). Det kan derfor ikke utelukkes at det vil kunne finnes eller oppstå andre typer omsettelige verdipapirer enn de som er nevnt i direktivet og i den norske lovbestemmelsen som gjennomfører direktivet. Departementet legger til grunn at det aktuelle instrumentets omsettelighet på et «kapitalmarked» vil være et sentralt moment i en slik vurdering. Departementet legger på denne bakgrunn til grunn at bl.a. el-sertifikater (grønne sertifikater) og utslippstillatelser for CO₂ mv. faller utenfor definisjonen. Det vil for øvrig være naturlig å legge vekt på hvordan andre EU/EØS-land vurderer det aktuelle instrumentet. Departementet foreslår en lovteknisk endring i forhold til utvalgets forslag, ved at «slik som» erstattes av «herunder», jf. lovforslaget § 2-2 annet ledd.

Departementet er enig med utvalget i at MiFIDs definisjon av omsettelig verdipapir ikke omfatter andeler i ansvarlige selskaper og kommandittselskaper. Som det fremgår ovenfor under pkt. 4.3, har utvalget likevel foreslått å inkludere slike andeler i sitt utkast til definisjon av finansielle instrumenter, jf. utkastet § 2-2 første ledd nr. 2. Blant de høringsinstansene som har uttalt seg, er

det enighet om at det kan være gode grunner til å regulere virksomhet knyttet til slike andeler. Det vises til at for eksempel investeringsrådgivning knyttet til slike andeler vil falle utenfor både eidsmeglingsloven (syndikering av eiendom) og verdipapirhandelloven, slik at det oppstår et tomrom mellom disse to regelsettene. Dersom KS/ANS-andeler inkluderes i definisjonen av finansielle instrumenter, vil investeringsrådgivning og annen tjenesteyting som gjelder sparing kunne bli mer helhetlig dekket – og uavhengig av om selskapet er organisert som det ene eller det andre. Departementet er langt på vei enig i at gode grunner taler for at KS/ANS-andeler bør inkluderes i definisjonen av finansielle instrumenter. På den annen side, slik Kredittilsynet påpeker, er det imidlertid også grunner til ikke å foreslå at slike andeler inkluderes i denne omgang. Departementet viser til at utvalget ikke har vurdert forholdet til andre regelsett, og at det kan være uklart hvilke følger en slik utvidelse av begrepet finansielle instrumenter vil kunne få. På denne bakgrunn vil departementet ikke foreslå å følge opp utvalgets forslag på dette området i denne omgang. Departementet legger imidlertid opp til at problemstillingen utredes ytterligere.

Departementet slutter seg for øvrig til utvalgets utkast til § 2-2, jf. lovforslaget § 2-2. Det er foretatt enkelte språklige justeringer i bestemmelsen i forhold til utvalgets utkast.

Begrepet «finansielle instrumenter» er, som Norges Bank viser til, blant annet benyttet i lov om finansiell sikkerhetsstillelse. Det følger av Ot.prp. nr. 22 (2003-2004) at dette er ment å forstås slik at det omfatter finansielle instrumenter som omfattes av verdipapirhandelloven § 1-2 annet ledd. Ved opphevelse av gjeldende verdipapirhandellov vil det etter departementets vurdering være naturlig å forstå begrepet finansielle instrumenter i denne loven som de instrumenter som omfattes av forslaget til ny verdipapirhandellov § 2-2 første ledd.

Departementet er for øvrig enig med utvalget i at det ikke bør innføres en verdipapirrettslig særregulering for kredittinstitusjoner, og slutter seg til utvalgets vurdering på dette punktet. Dette innebærer at kredittinstitusjoner i den grad de yter investeringstjenester er underlagt verdipapirhandellovens regelverk, med mindre det er gjort unntak for disse i medhold av unntaksbestemmelsen i lovforslaget § 1-4.

Direktiv 2000/12/EF (bankdirektivet) regulerer bankers og kredittinstitusjoners virksomhet. Reglene er i norsk rett gjennomført i de to banklovene (forretningsbankloven og sparebankloven), finansieringsvirksomhetsloven og kredittslynslo-

ven. MiFID åpner for at banker og kredittinstitusjoner i kraft av sin konsesjon som bank/kredittinstitusjon kan yte de investeringstjenester som reguleres av MiFID. Utvalget foreslår i NOU 2006: 3 at banker/kredittinstitusjoner må ha tillatelse etter verdipapirhandelloven for å yte slike investeringstjenester. I likhet med utvalget og FNH/Sparebankforeningens merknader knyttet til dette, er departementet enig i vurderingen av at et slikt konsesjonskrav isolert sett ikke vil være særlig tyngende for bankene. En slik ordning vil også være i samsvar med gjeldende rett.

MiFID krever at tjenestene investeringsrådgivning og ordreformidling konsesjonsbelegges, jf. forslaget til ny verdipapirhandellov § 2-1 og nærmere omtale nedenfor. En slik utvidelse av konsesjonsplikten vil få betydning for bankenes filialer som etter gjeldende rett kan drive denne typen virksomhet uten å være omfattet av verdipapirhandellovens bestemmelser. MiFID krever også at banker som yter investeringstjenester skal oppfylle MiFIDs krav til organisering av virksomheten, jf. artikkel 1 nr. 2 og fortalens punkt 18. I den forbindelse kan det reises spørsmål ved om MiFIDs krav til organisering kan virke særlig belastende for mindre banker og bankfilialer som driver med investeringsrådgivning. Tilsvarende kan etter omstendighetene gjelde mindre uavhengige investeringsrådgivere (som ikke er en del av en bank). De fleste av MiFIDs og gjennomføringsdirektivets bestemmelser om organisering av virksomheten, åpner imidlertid for at de konkrete kravene til organisering tilpasses den aktuelle virksomhetens art, risiko og omfang. I de nasjonale gjennomføringsregler legges det på tilsvarende måte opp til en viss fleksibilitet på dette punktet slik at filialer og mindre banker (og andre uavhengige investeringsrådgivere) ikke blir underlagt unødvendige organisatoriske krav ved at de konkrete krav til organisering kan tilpasses den aktuelle virksomhetens art, risiko og omfang. For ordens skyld presiseres det at banker mv. vil måtte følge direktivets alminnelige regler om god forretningsskikk og andre investorbeskyttelsesregler fullt ut, uavhengig av om det gjøres visse unntak fra organisatoriske krav.

Departementet er for øvrig enig med Kredittilsynet i at kravet i lovforslaget § 9-9 første ledd (om at verdipapirforetakets ledelse skal være egnet) også bør gjelde for filialer av banker og kredittinstitusjoner. Det foreslås at dette kravet tas inn i lovforslaget § 9-22 fjerde ledd om bestemmelsens anvendelse overfor kredittinstitusjoner.

I lovforslaget § 2-3 defineres for øvrig verdipapirforetak (første ledd), kredittinstitusjon (annet

ledd), regulert marked (tredje ledd) og multilateral handelsfasilitet (fjerde ledd). Første og annet ledd er en videreføring av definisjonene i gjeldende verdipapirhandellov. Definisjonen av regulert marked er ny, og viser til forslaget til lov om regulerte markeder § 3 første ledd. Definisjonen av multilateral handelsfasilitet er også ny, jf. omtale ovenfor. Når det gjelder lovforslaget § 2-4 er det her inntatt enkelte andre definisjoner. Med unntak av definisjonen av «betydelig eierandel» i forslagets femte ledd, er disse definisjonene nye i forhold til gjel-

dende rett. Departementet slutter seg, med unntak av mindre språklige endringer, til utvalgets utkast til definisjoner av prisstiller, tilknyttet agent, systematisk internaliserer og betydelig eierandel, jf. lovforslaget § 2-4 annet til femte ledd.

Departementet foreslår dessuten å oppheve gjeldende lovs § 7-11 om tittelen fondsmegler og betegnelsen fondsmeglerforetak. Etter departementets vurdering er det ikke naturlig å gi lovbeskyttelse av titler og betegnelser som ikke benyttes i verdipapirhandelloven for øvrig.

5 Virksomhet unntatt fra krav om konsesjon mv.

5.1 Norsk rett

Verdipapirhandelloven § 7-1 regulerer krav om tillatelse til å yte investeringstjenester. Bestemmelsens første ledd fastsetter at investeringstjenester bare kan ytes av foretak som har tillatelse fra departementet. Unntak fra dette kravet følger av annet og tredje ledd.

Det følger av § 7-1 annet ledd at det ikke kreves tillatelse for den virksomheten som drives av Norges Bank, forvaltningsselskaper for verdipapirfond, forsikringsselskaper eller av foretak med tillatelse til å drive virksomhet som opsjonssentral eller oppgjørssentral. Det samme gjelder for virksomhet som utøves i medhold av tillatelse som børs eller autorisert markedsplass.

Paragraf 7-1 tredje ledd nr. 1 til 6 fastsetter at det i enkelte nærmere angitte tilfeller ikke kreves tillatelse til å yte investeringstjenester. Dette gjelder for eksempel når investeringstjenester bare ytes ved enkelte anledninger, og investeringstjenestene er ledd i en yrkesvirksomhet, jf. tredje ledd nr. 1. Videre kreves det ikke tillatelse når investeringstjenester bare ytes overfor selskap innen samme konsern, jf. § 7-1 tredje ledd nr. 2. I henhold til nr. 3 unntas også investeringstjenesten når den bare består i å formidle ordre om verdipapirer og andeler i verdipapirfond til verdipapirforetak med adgang til å yte investeringstjenester i Norge. Dette gjelder også når tjenesten ytes til forvaltningsselskap for verdipapirfond. Forutsetningen for unntaket i nr. 3 er at det ikke forestås oppgjør. Unntaket i nr. 4 gjelder personer eller foretak som har som sin hovedvirksomhet å handle med råvarer seg imellom eller med produsenter eller profesjonelle brukere av slike varer. Tillatelse kreves ikke når disse yter investeringstjenester seg imellom, og i det omfang som er nødvendig for å kunne utøve sin hovedvirksomhet. Videre følger det av nr. 5 at investeringstjenester som bare består i å forvalte en ordning for arbeidstakeres eiendeler ikke krever tillatelse etter verdipapirhandelloven. Det samme gjelder når andre enn verdipapirforetak deltar for egen regning som garantister for fulltegning av emisjoner i finansielle instrumenter, jf. nr. 6.

5.2 EØS-rett

MiFID omfatter verdipapirforetak som driver investeringstjenestevirksomhet på forretningsmessig basis, jf. pkt. 3.1. Direktivet inneholder imidlertid viktige unntaksbestemmelser, slik at visse typer virksomhet og foretak allikevel ikke omfattes av direktivets virkeområde. Disse unntakene følger av direktivets artikkel 2 og 3. Artikkel 2 fastsetter at nærmere bestemte former for virksomhet og foretak ikke skal omfattes av direktivet. Lest i sammenheng med artikkel 3, synes det som om medlemsstatene plikter å gjennomføre unntakene i artikkel 2 i nasjonal rett. Artikkel 3 åpner for at medlemsstatene kan gjøre unntak fra direktivets bestemmelser for visse typer virksomhet (frivillige unntak).

I direktivet artikkel 2 nr. 1 bokstav a) til n) angis de virksomheter og foretak som ikke skal være omfattet av direktivet. Unntaksbestemmelsen omfatter bl.a. følgende virksomheter og foretak:

- virksomhet som utøves av sentralbanker og offentlige myndigheter som forvalter offentlig gjeld,
- forvaltningsselskaper for verdipapirfond,
- forsikringsselskaper og pensjonskasser,
- depotmottakere for verdipapirfond og pensjonskasser,
- foretak med tillatelse til å drive virksomhet som opsjonssentral, oppgjørssentral eller regulert marked,
- foretak som bare yter investeringstjenester ved enkelte anledninger som ledd i annen lovregulert eller selvregulert yrkesvirksomhet,
- foretak som bare yter investeringstjenester overfor selskap innen samme konsern,
- foretak som bare yter investeringstjenester som ledd i forvaltning av en ordning for arbeidstakeres eierandeler,
- foretak som bare deltar for egen regning som garantist for fulltegning av emisjoner og tilbud om finansielle instrumenter, og som ikke er verdipapirforetak,
- foretak som bare handler for egen regning, med mindre foretaket er prisstiller eller driver systematisk internalisering,

- foretak som bare driver investeringsrådgivning under utøvelsen av annen yrkesvirksomhet, forutsatt at det ikke ytes særskilt vederlag for investeringsrådgivningen,
- foretak som handler for egen regning i finansielle instrumenter, eller yter investeringstjenester knyttet til varederivater mv. til kundene i hovedvirksomheten, og at denne hovedvirksomheten ikke er yting av investeringstjenester eller banktjenester,
- foretak som har som hovedvirksomhet å handle for egen regning med varer eller varederivater, forutsatt at foretaket ikke er del av et konsern som har yting av andre investeringstjenester eller finansieringsvirksomhet som hovedvirksomhet.

Når det gjelder unntakene for virksomhet knyttet til varederivater mv, fremgår det av direktivets artikkel 65 (3), jf. endringsdirektiv 2006/31/EF artikkel 1(3), at EU-kommisjonen innen 30. april 2008 skal presentere en rapport til Europaparlamentet og Rådet om disse unntakene bør videreføres på permanent basis eller ikke.

Utvalget har i NOU 2006: 3 pkt. 2.8 gjennomgått unntakene, og det vises til denne redegjørelsen.

Artikkel 2 nr. 3 gir Kommisjonen kompetanse til å fastsette de nærmere kriteriene for å avgjøre når en tjeneste skal anses som en tilleggstjeneste i forhold til enkelte av unntakene som er listet opp i artikkel 2 nr. 1.

Artikkel 3 i MiFID åpner for at den enkelte medlemsstat kan velge å ikke anvende direktivet på foretak som de er hjemstat for, og som oppfyller nærmere angitte vilkår. Det første vilkåret følger av artikkel 3 nr. 1 første strekpunkt og fastsetter at det må være foretak som ikke får forvalte kunders midler eller verdipapirer, og som av den grunn ikke får opparbeide seg gjeld til kundene. Slike foretak kan unntas når de ikke får yte andre investeringstjenester enn mottak og formidling av ordrer i omsettelige verdipapirer og andeler i verdipapirfond, og investeringsrådgivning i forbindelse med disse finansielle instrumentene, jf. annet strekpunkt. Felles for den virksomheten som omfattes av første og annet strekpunkt, er at det bare kan formidles ordrer til:

- verdipapirforetak som har tillatelse i henhold til MiFID
- kredittinstitusjoner som har tillatelse etter bankdirektivet (direktiv 2000/12/EF)
- filialer av verdipapirforetak eller kredittinstitusjoner som har tillatelse i en tredjestat og som omfattes av og overholder tilsynsregler som

vedkommende stat har fastsatt og som er minst like strenge som reglene som følger av MiFID, bankdirektivet eller direktiv 93/6/EØF (kapitaldekningskrav for investeringsselskaper og kredittinstitusjoner)

- verdipapirfond med tillatelse til å markedsføre andeler til allmennheten og ledere i verdipapirfond
- investeringsselskaper med fast kapital som definert i annet rådsdirektiv 77/91/EØF.

Videre er det slik at i henhold til artikkel 3 kan disse bare unntas såfremt disse foretakenes virksomhet er regulert på nasjonalt plan, jf. artikkel 3 nr. 1 siste setning.

Av artikkel 3 nr. 2 følger det at foretak som i henhold til bestemmelsens nr. 1 ikke er omfattet av MiFID, ikke skal ha rett til fri adgang til å yte tjenester i tråd med direktivets bestemmelser om grensekryssende virksomhet og filial etter artikkel 31 og 32.

5.3 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår en egen bestemmelse om unntak fra krav om tillatelse i utkastet § 9-2. Forslaget tar sikte på å gjennomføre MiFID artikkel 2. Utkastet § 9-2 første ledd er en videreføring av gjeldende § 7-1 annet ledd, men utvalget foreslår i tråd med direktivforpliktelsene enkelte utvidelser i forhold til gjeldende rett. Dette gjelder blant annet i forhold til offentlige myndigheter som forvalter offentlig gjeld, pensjonskasser og depotmottakere for verdipapirfond og pensjonskasser. Utkastet § 9-2 første ledd gjennomfører unntakene i direktivet artikkel 2 nr. 1 bokstav a), g) og h).

Utkastet § 9-2 annet ledd tar sikte på å gjennomføre de resterende unntakene i MiFID artikkel 2. Unntakene og utvalgets forslag er nærmere omtalt i NOU 2006: 3 pkt. 2.8. Det vises til denne fremstillingen. I utkastet § 9-2 annet ledd nr. 8 foreslår utvalget en bestemmelse om tilknyttet agent, som ikke er gjennomføring av unntaksbestemmelsen i artikkel 2. Denne delen av utkastet er nærmere behandlet nedenfor under kapittel 7.8.

Det er i utkastet § 9-2 tredje ledd foreslått en forskriftshjemmel, som fastsetter at departementet kan gi utfyllende bestemmelser om unntakene som følger av utkastet § 9-2. Som nevnt ovenfor under pkt. 4.1, følger det av MiFID artikkel 2 nr. 3 at Kommisjonen kan fastsette utfyllende regler for noen av unntakene i samme bestemmelse.

Utvalget har videre vurdert hvorvidt man skal åpne for andre unntak, jf. adgangen som følger av

direktivet artikkel 3. Utvalget viser til at når det gjelder formidling av ordre, så er dette unntatt etter gjeldende rett, på nærmere angitte vilkår, jf. verdipapirhandelloven § 7-1 tredje ledd nr. 3. Denne bestemmelsen gjennomfører ISD artikkel 2 nr. 2 bokstav g). Utvalget presiserer at det må skilles mellom foretak som driver formidling på selvstendig grunnlag, og foretak som utfører formidling som tilknyttet agent for et verdipapirforetak. Utvalget viser til at både ISD og MiFID opererer med et slikt skille. Utvalget drøfter deretter om det nevnte unntaket bør videreføres, jf. omtale i NOU 2006: 3 pkt. 2.9.3:

«Utvalget har vurdert om det fortsatt bør være adgang til å drive selvstendig formidling som nevnt i vphl. § 7-1 tredje ledd nr. 3, uten at vedkommende direkte eller indirekte underlegges det regelverket som gjelder for verdipapirforetakenes virksomhet. I vurderingen må det ses hen til de løsninger som velges med hensyn til omkringliggende regelverk. Blant annet er det relevant å se hen til at dette unntaket kun er aktuelt for personer som har formidling som del av sin sedvanlige yrkesvirksomhet. Som det fremgår i pkt. 2.8.4 ovenfor, foreslår utvalget blant annet å videreføre unntaket fra konsesjonskravet for investeringstjenester som bare ytes ved enkelte anledninger som ledd i annen yrkesvirksomhet. Videre har det betydning om verdipapirforetakene tillates å benytte tilknyttede agenter til å formidle ordre mv. Som det fremgår av pkt. 4.7 nedenfor, foreslår utvalget at det bør være adgang til slik bruk av agenter, ut fra det syn at verdipapirforetak (og forvaltningsselskap for verdipapirfond) står ansvarlig også for agentens virksomhet i disse tilfellene.

Utvalget er kjent med at Kredittilsynet har mottatt henvendelser fra investorer om pågående formidlere som ikke har konsesjon som verdipapirforetak. Det synes å være problemer knyttet til den «atferdsfrihet» som slike formidlere nyter, sammenlignet med verdipapirforetakene, selv om formidlere uten konsesjon riktig nok også må forholde seg til de alminnelige verdipapirrettslige atferdsregler som gjelder for enhver, jf. for eksempel vphl. § 2-9 (tidligere § 2-5), og til annet omkringliggende regelverk som for eksempel markedsføringsloven og alminnelige avtalerettslige regler om avtaleinngåelse og ugyldighet. Videre synes det å være knyttet visse tilsynsmessige utfordringer til at formidlere uten konsesjon ikke er underlagt regler om ordrebokføring og lydopptak mv. Kredittilsynet har utarbeidet et rundskriv om disse problemstillingene, jf. rundskriv 7/2005.

MiFID skiller som nevnt systematisk mellom unntak fra konsesjonsregimet for selvstendige formidlere, jf. art. 3, og verdipapirforeta-

kenes adgang til å benytte tilknyttede agenter (med konsesjonsfrihet for agenten), jf. art. 23. Utvalget foreslår å oppheve unntaket for formidling av ordre vedrørende omsettelige verdipapirer og andeler i verdipapirfond. Det foreslås på den annen side at tilknyttede agenter kan yte særskilt angitte investeringstjenester (herunder ordreformidling) på verdipapirforetaks og forvaltningsselskapers vegne og ansvar, uten at agenten selv behøver konsesjon, se nærmere lovutkastet § 10-20 og utkast til ny § 1-6 i lov om verdipapirfond. (se lovutkastet § 19-1 nr. 2), jf. pkt. 4.7 nedenfor.

Etter utvalgets syn taler hensynet til investorbeskyttelse for at formidling av ordre i tilknytning til omsettelige verdipapirer og annenhåndsomsetning av verdipapirfondsandeler kun bør være konsesjonsfritt dersom formidleren er tilknyttet ett enkeltstående verdipapirforetak, og hvor virksomheten derfor må utføres i overensstemmelse med de krav som gjelder for verdipapirforetakets bruk av tilknyttede agenter. Tilsynsmessige hensyn trekker etter utvalgets syn i samme retning. Utvalget tror ikke forslaget vil medføre konkurransemessige ulemper for norske foretak, sett hen til forslaget om verdipapirforetaks bruk av tilknyttede agenter. Utvalget antar at formidling av omsettelige verdipapirer som nevnt i vphl. § 7-1 tredje ledd nr. 3, i praksis, og for det alt vesentlige, vil baseres på formidlings-/agentavtaler med verdipapirforetak. Det som her er sagt gjelder tilsvarende i forhold til den foreslåtte regelen om tilknyttede agenter for forvaltningsselskap for verdipapirfond.»

Utvalget har videre drøftet spørsmålet om investeringsrådgivning i tilknytning til ovennevnte ordreformidling skal unntas i medhold av direktivet artikkel 3. Investeringsrådgivning omfattes ikke av gjeldende verdipapirhandellov, så det er ikke et tilsvarende unntak i gjeldende rett. Utvalget uttaler følgende om spørsmålet om investeringsrådgivning skal unntas (NOU 2006: 3 pkt. 2.9.3):

«Spørsmålet som gjenstår er om det skal gjøres unntak for investeringsrådgivning, slik det også åpnes for i art. 3. Utvalget forstår direktivet slik at det er anledning til å gjøre unntak for personer som både driver investeringsrådgivning og mottar og formidler ordre. Et slikt unntak kan for eksempel tenkes for de som både driver investeringsrådgivning og formidling av ordre om tegning og innløsning i verdipapirfond. Det synes heller ikke noe i veien for å velge mellomløsninger, for eksempel at investeringstjenestene ikke kan ytes i sammenheng uten konsesjon, men at investeringsrådgivning isolert sett kan ytes konsesjonsfritt. Utvalget har på bakgrunn av hensynet til investorbeskyt-

telse og av tilsynsmessige hensyn kommet til at investeringsrådgivning, på samme måte som formidling av ordre, som utgangspunkt ikke bør unntas fra konsesjonsregimet i verdipapirhandelloven. Utvalget ser det som viktig at det åpnes for en mer inngående kontroll av rådgivningsvirksomheten, og at det innføres klarere regler om håndtering av interessekonflikter mv.

For verdipapirforetak med begrenset tjenestespekter, kan gode grunner tale for at enkelte av lovens bestemmelser ikke skal gjelde for disse. Mest praktisk vil dette gjelde de verdipapirforetak som utelukkende har konsesjon til å drive med investeringsrådgivning og/eller formidling av ordre. Noen av bestemmelsene legger dessuten hindringer i veien for å opprettholde forretningskonseptet til såkalte private equity selskaper. Norsk Venturekapitalforening har i brev av 15. april 2005 til Finansdepartementet pekt på nettopp dette. Utvalget foreslår på denne bakgrunn en forskriftshjemmel som åpner for å gi verdipapirhandelloven et noe innskrenket anvendelsesområde for foretak som kun driver investeringsrådgivning og formidling av ordre knyttet til omsettelige verdipapirer og verdipapirfondsandeler. Som følge av beskrankingene i direktivet art. 3, foreslås forskriftshjemmelen avgrenset til de foretak som ikke besitter klientmidler og som bare kan formidle ordre til verdipapirforetak (herunder kredittinstitusjon) og forvaltnings-selskap. Det vises til lovutkastet § 1-3. Forskriftskompetansen kan bare omfatte bestemmelser som ikke er del av Norges EØS-forpliktelser, med mindre vilkåret om «regulated at national level» er eller blir oppfylt, jf. art. 3 nr. 1 annet ledd.»

Utvalget foreslår at departementet i forskrift kan unnta verdipapirforetak med begrenset tjenestespekter fra enkelte av lovens bestemmelser i utkastet § 1-3.

5.4 Høringsinstansenes merknader

Energibedriftenes Landsforening har merknader til noen av de foreslåtte unntakene i utkastet § 9-2 annet ledd:

«I utkastets § 9-2 (2) er det særlig unntaksbestemmelsene i nr. 2., 6., 9., og 10. som vil kunne få betydning for våre medlemmer.

3.1 § 9-2 (2) nr. 2

«bare yter investeringstjenester overfor selskap innen samme konsern»

Vi forstår denne bestemmelsen slik at det internt i et konsern kan ytes alle typer investe-

ringstjenester, med alle typer finansielle instrumenter, uten at dette utløser konsesjonsplikt. Unntaket vil være viktig for flere av medlemsbedriftene i EBL.

3.2 § 9-2 (2) nr. 6

«bare handler for egen regning, med mindre foretaket er prisstiller eller driver virksomhet som nevnt i § 10-23»

Denne bestemmelsen er ikke direkte rettet mot aktører i varederivatmarkeder, men reiser en problemstilling i forhold til kraftselskaper som har inngått avtale med Nord Pool om å være prisstiller (market maker) i noterte derivatkontrakter. Med prisstiller «menes person som på kontinuerlig grunnlag sier seg villig til å kjøpe eller selge finansielle instrumenter for egen regning, til priser som personen selv fastsetter», jf. lovutkastets § 2-6 (2).

Denne begrensningen i unntaket, innebærer at kraftselskaper som i utgangspunktet ikke har behov for tillatelse som verdipapirforetak for å yte investeringstjenester, på grunn av andre unntak i § 2-9 (2), likevel må ha slik tillatelse for å kunne utøve virksomhet som prisstiller på Nord Pool.

Prisstillerfunksjonen på regulerte markedsplasser fyller en viktig rolle. Markedsplassene er avhengige av at det foreligger kontinuerlig prising av kontraktene. Denne oppgaven fyller prisstilleren. Det stilles store krav til prisstillere på Nord Pool, både hva gjelder kapital, og tilgang til det fysiske markedet. Det kan bli vanskelig for Nord Pool å rekruttere prisstillere fra kraftselskapene hvis det innføres en konsesjonsplikt for prisstillere i det finansielle kraftmarkedet.

Et av de øvrige unntakene i § 2-9 (2), som spesifikt gjelder vare- og varederivatmarkedet, kan kanskje avhjelpe problemet. Vi antar at unntaket i nr. 10 vil kunne komme til anvendelse på prisstillere på Nord Pool, se nærmere punkt 3.3.

3.3 § 9-2 (2) nr. 10

«har som hovedvirksomhet å handle for egen regning med varer eller varederivater, forutsatt at foretaket ikke er del av et konsern som har yting av andre investeringstjenester eller finansieringsvirksomhet som hovedvirksomhet»

Dette er en spesialregel for varederivataktører. Vi antar derfor, blant annet basert på bestemmelsens ordlyd, at kraftselskaper, hvis hovedvirksomhet er knyttet til produksjon, overføring eller salg av kraft, og som handler for egen regning i det finansielle kraftmarkedet, må kunne yte investeringstjeneste som prisstiller uten å inneha tillatelse som verdipa-

pirforetak. Spesialbestemmelsen må gå foran det som må anses som hovedregelen i nr. 6, som gjelder alle finansielle instrumenter. Hovedvirksomheten til kraftselskaper er nettopp egenhandel med kraft. Det faktum at det er innført spesielle unntak fra konsesjonsplikten for varederivataktørene, tilsier en slik forståelse av bestemmelsen. Hvis et kraftselskap, som prisstiller, ikke faller inn under unntaket, vil unntaket ha svært liten selvstendig betydning. Det bør også legges vekt på at kraftselskaper i realiteten er de eneste foretak som kan påta seg oppgaven som prisstiller. Et bortfall av denne gruppen aktører vil kunne få negative konsekvenser for utviklingen av Nord Pool markedet.

Vi vil derfor be om at departementet ser nærmere på sammenhengen mellom unntakene i nr. 6. og nr. 10, i forhold til kraftselskaper som er prisstillere på Nord Pool, slik at spørsmålet kan avklares i forarbeidene.

På dette området er det viktig at regelverket og forståelsen av regelverket er harmonisert med øvrige lovgivere i Norden.

Den samme problemstilling som er behandlet ovenfor, vil også kunne gjøre seg gjeldende i relasjon til bestemmelsen i nr. 9 og 10.

3.4 § 9-2 (2) nr. 9

«handler for egen regning i finansielle instrumenter, eller yter investeringstjenester knyttet til varederivater eller derivatkontrakter som nevnt i § 2-2 femte ledd nr. 5 til kundene i hovedvirksomheten, forutsatt at dette er en tilknyttet aktivitet til hovedvirksomheten vurdert på konsernbasis, og at denne hovedvirksomheten ikke er yting av investeringstjenester eller banktjenester»

Det er varslet at EU-kommisjonen vil kunne gi utfyllende retningslinjer om forståelsen av dette unntaket. Slike utfyllende retningslinjer har kommisjonen så langt ikke kommet med. Inntil denne avklaringen foreligger, må unntaket fortolkes ut i fra regelens formål og hensynene bak unntaket.

Formålet med unntaket er blant annet å gi kraftselskapene, etter innføring av MiFID direktivet, fortsatt anledning til å tilby investeringstjenester i det finansielle kraftmarkedet uten å inneha tillatelse som verdipapirforetak. Bakgrunnen er kraftselskapenes viktige funksjon i relasjon til kraftforsyningen, nærheten til det fysiske markedet og at foretakene har den nødvendige kompetanse til å yte slike tjenester.

Unntaket er viktig for norske kraftselskaper som yter porteføljeforvaltningstjenester til kraftselskaper eller aktører i kraftmarkedet. For kraftselskapene er det av sentral betydning å få avklart hvor omfattende unntaket er, i forhold til deres virksomhet i dag på dette området.

Teksten i unntaket er generell og reiser flere problemstillinger som bør avklares i lovgivningsprosessen.

Lovutvalget uttaler blant annet om forståelsen av bestemmelsen: «i alle tilfelle må det vurderes konkret om tjenesteytingen kan sies å være tilknyttet hovedvirksomheten på konsernnivå. Utvalget antar at denne vurderingen må foretas på bakgrunn av virksomhetens karakter og de hensyn som reguleringen av verdipapirforetak skal ivareta.

Etter vår oppfatning reiser bestemmelsen blant annet følgende problemstillinger:

- A. Hovedvirksomhet og tilleggsvirksomhet
- B. Finansielle instrumenter som omfattes av unntaket

Nedenfor vil vi gi enkelte kommentarer til disse punktene.

A. Hovedvirksomhet og tilleggsvirksomhet

Med hovedvirksomhet må forstås virksomhet som har tilknytning til «råvarer», det vil si varer som er definert som underliggende vare til finansielle varederivatkontrakter i henhold til direktivet - i denne sammenheng kraft. Hovedvirksomheten vil måtte være produksjon, distribusjon eller salg av kraft. Hvilken oppgave et kraftselskap har i kraftforsyningen, kan etter vår oppfatning ikke være avgjørende for om selskapet har en hovedvirksomhet som faller inn under unntaket i lovutkastets § 2-9 (2) nr. 9. Det avgjørende må være at kraftselskapet produserer, overfører eller selger fysisk kraft for å komme inn under unntaket.

Med tilleggsvirksomheten må forstås investeringstjenester, jf. lovutkastets § 2-1 (1) som er knyttet til varederivater, og som ytes til kunder av hovedvirksomheten.

Vi forstår unntaket slik at når et kraftselskap først faller inn under unntaket, kan det yte alle investeringstjenester og tilleggstjenester som er naturlig knyttet til handel og forvaltning av varederivater. Unntaket er således generelt og omfatter etter vår oppfatning følgende investeringstjenester, jf. § 2-1 (1): 1. mottak og formidling av ordre på vegne av kunde i forbindelse med et eller flere finansielle instrumenter, 2. utførelse av ordre på vegne av kunde, 3. omsetning av finansielle instrumenter for egen regning, 4. aktiv forvaltning av investorers portefølje av finansielle instrumenter på individuell basis og etter investors fullmakt, 5. investeringsrådgivning, og 6. drift av multilateral handelsfasilitet (MHF).

Tilleggsvirksomheten må være en tilknyttet aktivitet til hovedvirksomheten. Dette reiser spørsmål om hvorledes vi skal forstå begrepet kunde av hovedvirksomheten. Med andre ord;

når er man kunde av et kraftselskap? Kundebegrepet må avklares i flere sammenhenger.

Et vertikalintegreert kraftselskap skal vurderes på konsernnivå i denne sammenheng, og det er ikke avgjørende hvilket selskap innenfor konsernet kunden er kunde i, i forhold til å kunne anses som kunde av hovedvirksomheten.

Når begrepet kunde kommer til anvendelse, vil også avhenge av hvilken rolle kraftselskapet har i kraftforsyningen.

Når en kraftprodusent selger fysisk kraft direkte til en kunde, eller et salgsselskap selger fysisk kraft til et annet kraftselskap eller sluttbruker, og/eller leverer tjenester knyttet til håndtering av fysisk kraft til kunden, kan kraftselskapet yte investeringstjenester med kraftderivater konsesjonsfritt, som en tilleggsvirksomhet til hovedvirksomheten til disse samme kundene.

Kundebegrepet er mer uklart når en kraftprodusent selger all kraftproduksjonen over Nord Pool Spot, eller et salgsselskap kjøper kraften på markedsplassen. Handelen er anonym og hvem som selger eller kjøper er ukjent. Det kan i den forbindelse hevdes at alle som kjøper eller selger kraft på Nord Pool Spot er kunde av de øvrige aktørene som kjøper eller selger kraft på markedsplassen.

En annen problemstilling oppstår hvis den fysiske og finansielle forvaltningen til en kunde er delt mellom to kraftprodusenter, eller alternativt mellom et salgsselskap og en produsent. Et av selskapene håndterer den fysiske forvaltningen, og det andre den finansielle forvaltningen. I et slikt tilfelle er investeringstjenesten ikke levert til en kunde av hovedvirksomheten, hvis vi legger en snever definisjon av begrepet til grunn. I og med organiseringen av det fysiske markedet i Norden, med ukjente motparter, er det vår oppfatning at vilkåret om hovedvirksomhet og tilleggsvirksomhet også er oppfylt for kunden som kjøper den finansielle tjenesten. I andre europeiske kraftmarkeder, som for eksempel det tyske, foregår en betydelig andel av krafthandelen med bilaterale kontrakter utenfor markedsplassen (kjente motparter). Direktivets kundebegrep kan synes mer tilpasset slike markeder, enn det nordiske.

Konsesjonskraftregimet i Norge innebærer at kommuner og fylker, som er vertskommune for kraftprodusenter, skal motta en viss andel av kraftproduksjonen til avtalte priser. Kraften benyttes av kommunene til eget forbruk, eller selges i markedet. Kommuner kan eventuelt inngå avtale med et kraftselskap om at konsesjonskraften skal avregnes finansielt. I denne sammenheng kan det forekomme at en kraftprodusent yter investeringstjenester til kom-

muner som ikke nødvendigvis er kunde av deres hovedvirksomhet. Dette bør det være anledning til innenfor unntakene.

Hvis et nettselskap yter investeringstjenester knyttet til nettkundenes kraftportefølje, vil unntaket komme til anvendelse. Hvis derimot nettselskapet har en forvaltningskunde som ikke er nettkunde i foretaket, kan det reises spørsmål om unntaket kommer til anvendelse på denne kunden. Vi antar at også i dette tilfelle vil vilkårene være oppfylt, gitt organiseringen av det fysiske markedet i Norden.

Det er ønskelig at Finansdepartementet vurderer nærmere kraftselskapenes roller og forhold til unntaket i lovforslagets § 2-9 (2) nr. 9.

En annen problemstilling knyttet til hovedvirksomhet og tilleggsvirksomhet, er spørsmålet om hvilke økonomiske verdier som skal legges til grunn i vurderingen av om en virksomhet kan kategoriseres i den ene eller andre gruppen.

Etter vår oppfatning må de økonomiske verdiene baseres på inntekter kraftselskapet har fra henholdsvis det fysiske og finansielle markedet. Det betyr at det ikke skal legges vekt på kontraktsverdiene som omsettes i det finansielle kraftmarkedet, for kunden, men derimot hvilke direkte inntekter kraftselskapet tilføres fra tilleggsvirksomheten i form av avgifter eller honorarer. En finansiell kontrakt kan omsettes flere ganger på markedsplassen, og den underliggende kontraktsverdien kan bli betydelig sett i forhold til verdien av investeringstjenesten som ytes av kraftselskapet.

B. Finansielle instrumenter som omfattes av unntaket

Unntaket i nr. 9 reiser en viktig problemstilling i forhold til hvilke finansielle instrumenter, utover varederivater, som omfattes av bestemmelsen. Det henvises i bestemmelsen til derivatkontrakter som nevnt i § 2-2 femte ledd nr. 5:

«Med derivater menes: 1. opsjoner, terminkontrakter, bytteavtaler (swaps), fremtidige renteavtaler (FRA), samt alle andre avledede kontrakter som relaterer seg til verdipapirer, valuta, renter, avkastningsmål, andre derivater, finansielle indekser eller finansielle måleenheter som underliggende med fysisk eller finansielt oppgjør, 2. varederivater, 3. kredittderivater, 4. finansielle differansekontrakter, og 5. andre derivater som ikke ellers omfattes av leddet her, men som har de samme karakteristika som andre avledede finansielle instrumenter».

Problemstillingen er om investeringstjenester knyttet til valutasikring av kraftderivatkontrakter også omfattes av unntaket. I unntaket henvises det til «derivatkontrakter som nevnt i

2-2 femte ledd nr. 5». Kontraktene på Nord Pool er notert i euro. Det innebærer at en norsk aktør, i tillegg til å prissikre kraftprisen i det finansielle kraftmarkedet, også må vurdere å sikre valutarisikoen mot norske kroner. Dette skaper et problem for norske og nordiske aktører som skal operere under unntaket i nr. 9. Hvis unntaket i nr. 9 kun omfatter varederivat, og ikke valutaterminer, vil en slik forståelse av bestemmelsen innebære at kraftselskapet likevel må søke om konsesjon som verdipapirforetak for å yte investeringstjenester knyttet til valutaterminer. Dette skaper en svært uheldig situasjon for kraftselskapene. Unntaket blir også illusorisk for kraftselskaper som ikke er lokalisert i eurosone.

Ordlyden i lovteksten og en fortolkning av henvisningen til: «eller derivatkontrakter som nevnt i 2-2 femte ledd nr. 5» burde kunne tilsi at investeringstjenester knyttet til sikring av valuta i forbindelse med Nord Pools finansielle kontrakter, er så nær knyttet til hovedvirksomheten, at valutaterminer også inngår i den konsesjonsfrie virksomheten til et kraftselskap.»

Kredittilsynet har følgende merknader knyttet til gjennomføring av direktivets unntak i utkastet § 9-2 annet ledd:

«2.8 Virksomhet som ikke omfattes av EØS-reglene

2.8.4 Leilighets tjenesteyting ved annen yrkesutøvelse – utk. § 9-2 annet ledd nr. 1

Unntaket er med visse presiseringer i ordlyden en videreføring av gjeldende § 7-1 tredje ledd nr. 1. Kredittilsynet har erfart at rekkevidden av dette unntaket har vært uklart i forhold til bankenes ytelse av visse tjenester innenfor valutaderivat. Kredittilsynet siterer fra en tidligere sak:

«Enkelte banker uten fondsavdeling yter leilighetsvis investeringstjenester knyttet til valuta, som et ledd i sin finansieringsvirksomhet. Dette gjelder banker som bidrar med finansiering av kontrakter ved eksport/ import - og som et ledd i finansieringen går inn som motpart i en valutaterminkontrakt, for senere å dekke seg inn mot en bank med valutahandel. Det kan reises spørsmål om leilighetsvis ytelse av slike tjenester vil omfattes av unntaket.

Finansieringsvirksomhet er ikke konsesjonspliktig etter verdipapirhandelloven; og må således betraktes som annen yrkesvirksomhet. Virksomheten omfattes dessuten av lover, forskrifter og yrkesetiske regler som ikke utelukker at slike tjenester kan ytes. Dersom kontrakten har et underliggende kommersielt formål og finansieringsformålet er det sentrale element i forholdet til kunden, stiller forholdet seg

ikke vesentlig forskjellig fra annen leilighetsvis medvirkning ved investeringstjenester. Det må derfor antas at unntaksbestemmelsen kommer til anvendelse. Det må imidlertid legges til grunn at unntakets anvendelsesområde er relativt snevert. Kravet om at medvirkningen skal skje leilighetsvis setter således klare begrensninger. Dersom virksomheten har et mer systematisk preg, f.eks. ved at tjenesten markedsføres, kommer unntaket ikke til anvendelse. Det må dessuten legges til grunn at virksomheten må ha et ytterst beskjedent omfang.

Idet bankene ikke er forpliktet til å søke egen konsesjon etter ISD, representerer det intet brudd på våre EØS-forpliktelser å la bankene yte leilighetsvis investeringstjenester på dette grunnlag. En slik praksis vil dessuten sikre en viss smidighet i forhold til behovet for å belegge tradisjonell bankvirksomhet med konsesjonsplikt etter verdipapirhandelloven.»

Kredittilsynet antar at dette i det alt vesentlige gir uttrykk for en riktig forståelse av regelen i utk. § 9-2 annet ledd nr. 1.

2.8.7 Forvaltning av konserninterne midler og ordninger for egne ansatte

I forhold til utk. § 9-2 annet ledd nr. 4 reiser Kredittilsynet spørsmålet om et konsernselskap kan forvalte pensjonskassene til alle selskapene i konsernet. Det vises til at pensjonskasser som sådan er underlagt tilsyn av Kredittilsynet, og at etablering av et eget verdipapirforetak for konsernets egne pensjonskasser umiddelbart kan synes unødig arbeids- og kostnadskrevende. Kredittilsynet antar at markedet har et behov for en avklaring om dette.

2.8.11 – utk. § 9-2 annet ledd nr. 7

- Utvalget foreslår et unntak fra konsesjonsplikt for den som
 - «bare driver investeringsrådgivning under utøvelse av annen yrkesvirksomhet, forutsatt at det ikke ytes vederlag for investeringsrådgivningen,»

Kredittilsynet antar at vesentlige momenter i vurderingen av rekkevidden av unntaket bla. kan være om rådgivningen i det store og hele er en liten del av den samlede tjenesten/varen som ytes til kunden i den enkelte handel/transaksjon/henvendelse med denne konkrete kunden. Utgangspunktet er derfor at det ikke er det samlede kundeforholdet over tid som er bakgrunn for vurderingen. Videre vil et moment være at rådgivningstjenesten ikke aktivt markedsføres, og at det er klart at prisen for rådene slik disse bakes inn i det kunden samlet betaler for denne konkrete henvendelsen/leveransen bare utgjør en beskjeden del av

det samlede vederlaget som erlegges. Slik Kredittilsynet forstår bakgrunnen for unntaket, vil dette ikke omfatte de tilfelle der en kunde med et langvarig kundeforhold til «rådgiveren» søker investeringsråd og dette bare har løsere tilknytning til den primære yrkesvirksomheten som «rådgiveren» har med kunden. Rådgivningen kan altså ikke fremstå som en selvstendig del av virksomheten, jf. også forutsetningen om at det ikke betales særskilt for rådgivningen.

Kredittilsynet er enig i at unntaket kan tenkes å omfatte regnskapsførere som anbefaler salg av aksjer før årsskiftet, men antar at dette uansett også ville være dekket av unntaket i utk. § 9-2 annet ledd nr. 1.

Kredittilsynet viser for øvrig til virksomhet som tilknyttet agent vil falle utenfor unntaket.

2.8.13 – utk. § 9-2 annet ledd nr. 9 og 10 (art. 2 nr. 1 pkt. (i) og (k))

Kredittilsynet har ingen kommentarer, men bemerker at utk. § 9-2 annet ledd nr. 9 og 10 bruker begrepene hhv. «banktjenester» og «finansieringsvirksomhet», der MiFID art. 2 nr. 1 pkt. i) og k) refererer til bankdirektivet.

2.8.14 – Visse foretaks handel i derivater og valutamarkedet – utk. § 9-2 annet ledd nr. 9, 10, 11 og 12

Disse unntakene fremtrer som noe fremmedartede. For å klargjøre disse unntakene foreslår Kredittilsynet at det i det videre lovarbeidet legges vekt på å eksemplifisere unntakene, for slik å klargjøre innholdet i disse i forhold til det norske markedet.

2.9. Unntak medlemsstatene kan velge å gjennomføre

Kredittilsynet er enig i utvalgets vurderinger og konklusjon om at formidlingsunntaket ikke videreføres. Dette må også sees i sammenheng med de foreslåtte reglene for «tilknyttede agenter». Det vises til Kredittilsynets kommentarer under pkt. 4.7, der det også trekkes inn problemstillinger i tilknytning til det gjeldende formidlingsunntaket som foreslås opphevet.»

Nordic Association for Electricity Traders (NAET) viser til at enkelte av unntakene som er foreslått av utvalget, har særlig interesse for kraftselskaper:

«I MiFID art. 2 oppstilles det en rekke unntak fra direktivet, herunder bokstavene (b), (i), (k) og (l) som har særlig interesse for kraftselskaper.

Utvalget uttaler flere steder at det ut fra hensynet til norske aktørers konkurransevilkår og for å forhindre regelarbitrasje bør det gjøres unntak i henhold til direktivet for alle de aktuelle unntakshjemlene. NAET støtter utvalgets

syn og begrunnelse med - hensyn til å benytte unntakene - fullt ut.

Med hensyn til unntaket i direktivets art 2 bokstav (i) er kommisjonen i henhold til direktivets art. 2 (3) gitt hjemmel til å fastsette utfyllende regler. Kommisjonen har til nå ikke initiert noen prosess for å fastsette slike utfyllende regler. For det tilfellet at slike utfyllende regler skulle bli gitt, er det NAETs syn at de samme prinsippene som er omtalt over vedrørende finansielle instrumenter bør gjelde. Frem til slike regler eventuelt gis, er det vårt håp om at man ved praktiseringen av reglene vil legge stor vekt på hvordan unntakene praktiseres i toneangivende europeiske land som Tyskland, England og Frankrike.

Aktører som driver investeringstjenester i varederivater har frem til nå ikke vært underlagt krav om konsesjon. Det antas at en rekke av de foretak som ikke vil komme inn under unntakene i direktivets art 2 vil måtte søke konsesjon som verdipapirforetak for å yte investeringstjenester knyttet til varederivater.

Virksomheten til disse foretakene har en annen karakter enn den som drives av verdipapirforetak som yter investeringstjenester i egenkapitalinstrumenter, ved at deres virksomhet i hovedsak vil være rettet mot næringsdrivende kunder, eventuelt ha begrenset omfang og være et tillegg til annen hovedvirksomhet knyttet til de aktuelle varer.

De fleste av reglene som er foreslått i NOU 2006:3 er basert på MiFID, hvorefter Norge er forpliktet å implementere regler slik at det stilles visse europeiske minimumskrav til verdipapirforetaks virksomhet og deres ansatte.

Enkelte av de foreslåtte reglene har imidlertid ikke sitt utspring EU forpliktelser, men er særnorske, og kan således endres uten at det ville innebære noe brudd på norske EU forpliktelser. Blant reglene i forslaget som er særnorske nevnes kap. 8, § 9-6, § 10-2, § 10-3, § 10-5, § 10-6, § 10-9.

Dagens særnorske virksomhetsregler er først og fremst tilpasset egenkapitalinstrumenter, og er ikke i samme utstrekning tilpasset foretak som bare yter investeringstjenester knyttet til varederivater. Etter NAETs oppfatning bør denne erkjennelsen foranledige en tilnærming hvor det gjøres endringer som gjøre det mulig for mer fleksible løsninger for slike foretak.

For å oppnå de mål som settes i FSAP om et indre marked er det NAETs primære forslag at alle særnorske regler som knytter seg til konsesjonsbelagt virksomhet tas ut, for på denne måten å få et regelsett som er likt det andre EU land har. Dette vil gjøre at norske aktører kon-

kurrerer på samme vilkår som sine utenlandske konkurrenter.

Skulle departementet komme til at dette forslag ikke følges, bør man i alle fall innføre dispensasjonshjemler for de særnorske reglene slik at det skapes en størst mulig fleksibilitet. Dette er særlig viktig med hensyn til de foretak som tradisjonelt ikke har vært underlagt slik regulering og som de særnorske reglene ikke er særlig tilpasset. Disse foretakene har for Øvrig ikke hatt anledning til å påvirke lovgivningsprosessen av de særnorske reglene, siden de på tidspunktet for vedtagelsen av reglene ikke var underlagt konsesjonsregimet.

Forslag til kapittel 8 er en videreføring av dagens vphl. kapittel 2a. Dette er regler som ble vedtatt i en tid da yting av investeringstjenester i tilknytning til varederivater ikke var en aktuell problemstilling. Slik forslaget er utformet vil ansatte i foretak som bare driver investeringstjenestevirksomhet i tilknytning til varederivater bli underlagt begrensinger i sin handel med alle er finansielle instrumenter. Inngangsvilkåret for disse reglene er at den ansatte normalt har innsyn i eller arbeider med investeringstjenester eller forvaltningen av finansielle instrumenter for foretaket eller foretakets kunders regning. Reglene er ment å forebygge interessekonflikter mellom kunde og ansatte, men for foretak som bare yter investeringstjenester i tilknytning til varederivater finnes det ingen latente interessekonflikter knyttet til den ansattes eventuelle private handel i aksjer, andre egenkapitalinstrumenter og obligasjoner og så videre så langt dette ikke inngår i foretakets tjenestespekter.

Det er derfor NAETs syn at Departementet bør benytte forskriftshjemmelen som følger av lovforslagets § 8-2 (3) til å gjøre unntak fra reglene i kapittel 8 for handel foretatt av ansatte i verdipapirforetak som bare yter tjenester i tilknytning til varederivater, når slik handel foretas i egenkapitalinstrumenter.»

Nordisk Energimeglerforbund reiser spørsmål i forhold til om virksomheten til OTC-meglere i kraftmarkedet omfattes av konsesjonsplikten:

«Utredningen og forslag til lovtekst er imidlertid uklar når det gjelder spørsmålet om virksomheten til OTC-meglere i det finansielle kraftmarkedet for fremtiden blir konsesjonspliktig.

Det er således etter vår oppfatning ikke avklart om foretak som er medlem av NEBA, vil måtte søke konsesjon som verdipapirforetak for å kunne videreføre dagens virksomhet, eller om virksomheten faller inn under et av unntakene i artikkel 2 i MiFID, som er tatt inn i lovutkastets § 9-2 (2).

Flere av unntakene i Artikkel 2 i MiFID regulerer spesifikt aktører i varederivatmarkeder.

Unntaket som eventuelt kan omfatte virksomheten til OTC meglere er tatt inn i § 2-9 (2) nr. 12. Forslaget til lovtekst lyder slik:

«handler for andre medlemmers regning i derivatmarkedet, eller stiller priser for slike medlemmer, forutsatt at kontraktene som inngås eller prisene som stilles er sikret ved at oppgjørsmedlemmer eller oppgjørssentral fra de samme markedene trer inn som part eller på annen måte garanterer for oppfyllelsen av kontraktene eller prisene».

Den virksomhet som synes beskrevet i bestemmelsen kan ha likhetstrekk med virksomheten til OTC meglere i det finansielle kraftmarkedet.

Unntaket er nærmere kommentert i NOU 2006: 3:

«Unntaket synes videre å gjelde når et foretak handler på vegne av andre medlemmer i derivatmarkedet, eller stiller priser for slike medlemmer, forutsatt at prisene som stilles og kontraktene som inngås (i likhet med for unntaket for egenhandel) er sikret ved at oppgjørsmedlemmer eller oppgjørssentral fra de samme markedene trer inn som part eller på annen måte garanterer for prisene og oppfyllelsen av kontraktene.

Etter utvalgets oppfatning bør det ikke kreves konsesjon som verdipapirforetak for de foretak som omfattes av direktivet art. 2 nr. 1 bokstav 1. Aktørene som er involvert i denne typen virksomhet er profesjonelle, og det er derfor ikke tilstrekkelig grunn til å avvike fra direktivets unntak på dette punktet. Utvalget foreslår på denne bakgrunn at det tas inn unntak i verdipapirhandelloven som svarer til direktivbestemmelsen».

Når det gjelder OTC meglere driver de ikke egenhandel, og er heller ikke motpart i kontrakter med kundene. Megleren håndterer ikke margininnbetalinger til oppgjørssentralen for kunden, og mottar ikke klientmidler som en følge av meglingen.

Vi vil be om at det avklares nærmere om virksomheten til OTC meglere i det finansielle kraftmarkedet er konsesjonspliktig, eller om virksomheten faller inn under unntaket i lovutkastets § 9-2 (2) nr. 12.

5. Tillatelse som verdipapirforetak

Lovforslaget åpner for et tosporet system for verdipapirforetak. Ett system for verdipapirforetak med fullt tjenestespekter og ett for foretak med begrenset tjenestespekter.

Lovutkastets forslag til § 1-3 definerer foretak med begrenset tjenestespekter til å være foretak som ikke besitter klientmidler, kun driver investeringsrådgivning og mottak og formidling av ordre i forbindelse med omsettelige verdipapirer og verdipapirfondsandeler, og bare formidler ordre til verdipapirforetak eller kredittinstitusjon med adgang til å yte slike investeringstjenester i Norge, samt til forvaltningsselskap for verdipapirfond med adgang til å drive verdipapirfondsforvaltning i Norge. Departementet kan i forskrift bestemme at enkelte av lovens bestemmelser ikke skal gjelde for slike verdipapirforetak.

Vi antar at medlemmer av NEBA vil kunne falle inn under definisjonen av foretak med begrenset tjenestespekter, i og med at foretakene ikke besitter klientmidler. I den sammenheng vil reguleringen av krav til startkapital jf. lovutkastets § 9-13 være viktig. NEBA ser det som formålstjenlig at det åpnes for å kunne tillate lavere krav til startkapital enn 125. 000 euro for OTC meglere i kraftmarkedet.

Det er også ønskelig på dette punkt å få nærmere avklaring om virksomheten til OTC meglere vil falle inn under definisjonen av verdipapirforetak med begrenset tjenestespekter.»

Norsk Venturekapitalforening mener at den såkalte private equity-modellen ikke bør være underlagt krav om konsesjon:

«Norsk Venture ønsker prinsipalt et generelt unntak fra konsesjonskrav for investeringsrådgivere som oppfyller unntakskriteriene i direktivet og som i tillegg har få og profesjonelle kunder. Hovedargumentene for dette er risiko for konkurransevridding og etableringsbarrierer, mangel på behov for regulering av profesjonelle aktører, samt økte kostnader. Disse forholdene vil det bli redegjort for nærmere i det følgende.

3.2 Konkurransevridding

Det foregår for tiden implementeringsarbeid av MiFID i alle europeiske land. Våre undersøkelser tilsier at Norge er kommet relativt langt i implementeringsarbeidet i forhold til andre. Det er således foreløpig ikke mulig å gi et komplett bilde av hvilken linje EU/EØS-statene vil legge seg på hva gjelder regulering av private equity bransjen. Sverige er oss bekjent det eneste skandinaviske land der forslag til regelendringer er offentliggjort.

Svensk SOU 2006:50

I april 2006 kom en svensk SOU med forslag til regelverksendringer for gjennomføring av MiFID i svensk rett. Med referanse til såkalte «riskkapitalbolag» foreslår det svenske utval-

get på side 220 i SOUen at rådgivningsforetak som bare rådgir én eller få profesjonelle juridiske personer innenfor rammen av en etablert struktur skal unntas fra konsesjonsplikt. De typiske private equity strukturene sammenlignes med konsernstrukturer (som ikke er konsesjonspliktige).

Den svenske SOUen foreslår at det skal være mulig å søke og å oppnå konsesjon på frivillig basis, slik at de eventuelle fond/rådgivningsmiljøer som ønsker å bli regulert kan bli det. Den svenske SOUen uttrykker etter vår vurdering et av de sentrale skiller mellom private equity rådgivere (faste langsiktige strukturer med få kunder) og tradisjonelle investeringsrådgivning, og angir derfor etter vår oppfatning en hensiktsmessig avgrensning av hva slags type rådgivningstjenesteytelse som bør underlegges konsesjonsplikt som verdipapirforetak.

Det norske private equity miljøet er fortsatt relativt lite og sårbart sammenliknet med resten av Norden. Dette, i tillegg til at miljøene i stor grad opptrer på tvers av landegrensene, gjør at et ensartet regelverk på et så viktig område som krav til konsesjon er av stor betydning for de norske aktørene. Kravene til konsesjon kan etter vår vurdering skape en konkurransevridende effekt gjennom kostnadene med å søke om og å være underlagt konsesjon. Dette kan gjøre det mindre attraktivt å etablere rådgivningsmiljøer i Norge og mindre attraktivt for investorer å allokere midler til norske fond.

3.3 Mangel på beskyttelsesbehov

Norsk Venture har ikke oppfattet at det har vært uttrykt noe ønske blant investorer om at rådgiverne skal være underlagt offentlig tilsyn. Behovet for å innføre konsesjonsplikt for rådgivning innen private equity bransjen er etter vår vurdering lite. Årsakene til dette er mange, og vi vil i det følgende redegjøre for de viktigste.

1) Få kunder

Private equity rådgiverne har i all hovedsak et fåtall kunder (typisk mellom én og fire kunder) som uten unntak vil være fond. Som redegjort for, vil normalt bare ett av fondene være i en aktiv investeringsperiode. De øvrige kundene vil være fond i modnings-/exitfasen.

2) Profesjonelle kunder

Kundene (fondene) er i høy grad å anse for profesjonelle. Også investorene i private equity fond er i det alt vesentlige profesjonelle, det vil si institusjonelle investorer (statsforetak, bedrifter, banker, pensjonskasser og livselskaper) samt formuende privatpersoner som alle er godt skikket til å ivareta egne interesser.

Disse har vanligvis ansatte som er profesjonelle forvaltere, eller mottar råd vedrørende denne typen investeringer fra banker eller andre med særskilt kompetanse på dette området.

3) Innflytelse

Investorene har selv innflytelse over rådgivningstjenestene ved at det individuelt fremforhandles rådgivningsavtaler og selskapsavtaler/aksjonæravtaler ved etableringen av de enkelte fondene. Disse avtalene innebærer en fullstendig og detaljert regulering av fondet og forholdet mellom fondet og rådgiver. Blant annet vil det være inntatt bestemmelser om interessekonflikter, adgangen til å si opp rådgiver og omfattende rapporteringsrutiner. Avtalene som inngås er til en stor grad tuftet på etablert norsk og internasjonal praksis. Til illustrasjon kan nevnes at European Venture Capital Association (EVCA) har utviklet omfattende rapporteringsrutiner og verdsettingsregler som følges av de aller fleste fond og rådgivningsmiljøer som opprettes i Europa.

4) Kontrollerende organer i fondene

Fondene har som regel nedsatt et styre/kontrollorgan som treffer investeringsbeslutninger og som utøver kontroll med rådgivers tjenesteyting. Dette organet er ofte sammensatt av representanter for investorene, men også ansatte i rådgiver vil kunne være representert. Enkelte fond har også egne kontrollorgan for blant annet å overvåke rådgivers arbeid og å løse eventuelle interessekonflikter. Fondet er altså «selvregulerende», noe som reduserer behovet for offentlig tilsyn.

5) Langsiktige investeringer

Fondene har normalt en levetid på mellom åtte og femten år. De investeringene som foretas etter råd fra rådgivningsselskapet vil i all hovedsak være langsiktige investeringer som foretas på bakgrunn av spesifiserte utvelgelseskriterier og grundig analyse. Det er således et omfattende arbeid som ligger bak hver investering. Som nevnt ovenfor har rådgiveren og fondet sammenfallende interesser som følge av insentivordninger og rådgiverens med-investeringsplikt, noe som også bidrar til å redusere behovet for offentlig tilsyn.

6) Ikke investeringsrådgivning i tradisjonell forstand

De forhold som er fremhevet over viser at den virksomhet som drives i private equity rådgivningsselskaper på flere, og viktige, områder skiller seg fra tradisjonell investeringsrådgivning, og er mer lik den investeringsrådgivning som finner sted mellom konsernselskaper. Lovutvalget foreslår i forslag til ny vphl § 9-2 andre ledd nr. 2 å videreføre unntaket for investe-

ringstjenester som bare ytes overfor selskap innen samme konsern. I likhet med det som er fremhevet i det svenske lovutvalget, er det etter vår mening unaturlig å konsesjonsbelegge private equity rådgivningsselskapene kun fordi de ikke er i tradisjonelt konsernforhold med fondet.

Det er i realiteten heller ingenting i veien for at rådgiverne ansettes i fondene i stede for å yte tjenestene fra et utenforliggende aksjeselskap. Dette skaper imidlertid mindre fleksibilitet ved etablering av nye investeringsselskaper og strider samtidig mot de internasjonalt anerkjente private equity strukturer hvor rådgiver er ansatt i et eget rådgivningsselskap. Rådgivningsmiljøet kan på mange måter også sammenliknes med ledelsesfunksjon i et investeringsselskap. At man velger å skille ut disse funksjonene i et eget rettssubjekt bør ikke ha konsekvenser for konsesjonsspørsmålet.

3.4 Etableringsbarriere

Krav om konsesjon for rådgivningsvirksomhet innen private equity medfører en potensiell hindring for etablering av nye miljøer og fond. Kapitalinnhentinger for etablering av nye fond og konsesjon vil være gjensidig avhengig av hverandre. I realiteten må konsesjon på grunn av saksbehandlingstiden hos Kredittilsynet i praksis etableres før første fond kan reises. Dette innebærer en stor risiko for nye rådgivningsmiljøer som søker å etablere seg. Denne typen etableringshindring vil kunne svekke videreutvikling av mangfoldet i bransjen. Dette vil være spesielt uheldig for gründere som trenger flere investoralternativer enn hva som eksisterer i dag.

3.5 Kostnadskrevende

Konsesjonskrav vil innebære økte kostnader for rådgivningsmiljøene i flere faser, ikke kun i etableringsfasen som beskrevet over, men også i forbindelse med kontroll og etterlevelse av rammevilkår samt gebyrer til Kredittilsynet og verdipapirforetakenes sikringsfond.

Økte løpende kostnader vil særlig være sensitivt for såkornfond. Disse fondene er ofte mindre av størrelse slik at de økte utgiftene som vil måtte belastes rådgivningshonoraret prosentvis blir høyere enn for større fond.

Såkornfondene har en viktig funksjon ved etablering av nyskapende virksomhet, særlig i distriktene, slik at tyngende rammevilkår for slike fond kan få uheldige ringvirkninger.»

Subsidiært anfører foreningen:

«Dersom vår prinsipale anbefaling ikke tas til følge er det etter vår vurdering behov for å foreta ytterligere tilpasninger i gjeldende rammevilkår for et verdipapirforetak.

Dersom man, som i Sverige, velger å foreslå generelt unntak med diskresjonær adgang til å søke konsesjon for de som ønsker det, er det også behov for å foreta de samme tilpassninger. Hvis ikke blir «konsesjonsretten» upraktisk og trolig ikke brukt.

Som allerede redegjort for i lovforslaget, vil en rekke av dagens bestemmelser i verdipapirhandelloven skape utfordringer for, eller umuliggjøre, sentrale funksjoner knyttet til private equity-fondenes forretningsmodell. Det er av sentral betydning for private equity-bransjen at ansatte i rådgivningsselskapene også i fremtiden vil ha anledning til å påta seg styreverv i fond og porteføljeselskaper samt at ikke rammelovgivningen er til hinder for at rådgivningsselskapene foretar medinvesteringer i fondene samt eventuelt i porteføljeselskapene og fortsatt har mulighet til å påta seg rollen som komplementar i en KS-struktur.

Norsk Venture ser på denne bakgrunn positivt på de føringer som legges i lovutkastet med tanke på mulige unntak fra flere bestemmelser i verdipapirhandelloven som foreslås nærmere fastsatt i en fremtidig forskrift til loven.

Norsk Venture støtter lovforslaget på disse punkter og understreker behovet for at det blir gjort endringer som fjerner enhver tvil om at bestemmelsene i vphl. §§ 2a-4, 8-3 tredje ledd nr. 1 og nr.2, 8-4, 8-5 ikke vil være til hinder for private equity-bransjens forretningskonsept. Det er av avgjørende betydning at rådgivningsselskaper som i fremtiden måtte få konsesjon som verdipapirforetak fortsatt vil ha anledning til å foreta medinvesteringer i fond og porteføljeselskaper, samt at selskapets ansatte kan påta seg styreverv i fond og porteføljeselskaper samtidig som de utfører arbeid for rådgivningsselskapet, og at slike styreverv også kan videreføres dersom de aktuelle fond og/eller porteføljeselskap skulle være eller bli børsnoterte.

Norsk Venture ser også positivt på de indikasjoner som foreligger i lovforslaget på at man vil åpne for mer lempelige krav til startkapital, evt. alternativt krav til forsikringsdekning, overfor rådgivningsforetak som ikke besitter klientmidler. Høye kapitalkrav vil spesielt i forhold til mindre såkornfond kunne innebære en reell virksomhetsbegrensning, som vil kunne umuliggjøre samfunnsnyttig innovativ virksomhet via slike strukturer.»

Den norske Advokatforening har følgende merknader til utvalgets forslag til unntaksbestemmelser:

«Alle unntakene i artikkel 2 er ikke tatt inn i lovteksten. Det legges til grunn at de unntakene som ikke omtales i lovforslaget, vil tas opp i forskriften.

Advokatforeningen er enig med Utvalget i at enkelte av unntakene er av en såpass spesiell karakter at de egner seg best i forskrift.

Direktivets artikkel 3 åpner for at det enkelte medlemsland, etter sitt eget skjønn, kan fastsette unntak fra kravet om konsesjon til å yte investeringstjenester i visse sammenhenger. Utvalget legger opp til at ingen av de valgfrie unntakene skal innføres i norsk rett i lovs form. Derimot åpner lovforslaget for at departementet kan gi unntak i forskrift til verdipapirhandelloven, jf. lovforslaget § 9-1, tredje ledd.

Advokatforeningen er enig i denne vurderingen. Det fremheves at konsesjonskravene ikke bør ha unntak som vanskeliggjør kontrollen av om virksomheten er konsesjonspliktig eller ikke.»

Ingen av de øvrige høringsinstansene har merknader til utvalgets forslag.

5.5 Departementets vurdering

MiFID artikkel 2 gjør unntak fra direktivets anvendelsesområde for nærmere angitte foretak og virksomheter. Medlemsstatene er forpliktet til å gjennomføre disse unntakene i nasjonal rett, i motsetning til de unntak som følger av direktivets artikkel 3 («optional exemptions»). Utvalget foreslår å gjennomføre unntakene i norsk rett i en bestemmelse som gjør *unntak fra kravet til tillatelse* for verdipapirforetak, jf. utkastet § 9-2. Departementet slutter seg til at det gis unntak fra dette kravet om konsesjon, jf. lovforslaget § 9-2. Etter departementets vurdering vil imidlertid ikke utvalgets forslag fullt ut gjennomføre direktivets unntaksbestemmelse. Det vises til at direktivet, som nevnt ovenfor, gjør unntak fra direktivets anvendelsesområde i sin helhet. Konsesjonsplikten etter MiFID og lovforslaget § 9-1 er bare en av mange forpliktelser som påhviler et verdipapirforetak (dvs. foretak som yter en eller flere investeringstjenester på forretningsmessig basis). Etter MiFID skal de foretak og virksomheter som nevnes i artikkel 2 være unntatt fra alle disse bestemmelsene, og ikke bare fra konsesjonskravet. Departementet foreslår derfor at de bestemmelser utvalget foreslår som et unntak fra konsesjonsplikten, inntas i lovforslaget § 9-2 som unntak fra lovforslaget kapittel 9 og 10 (krav om tillatelse, organisering og operasjonelle krav som gjennomfører MiFID), i tillegg til kravet om tillatelse. Dette gjelder imidlertid ikke i forhold til tilknyttede agenter, som reguleres av lovforslaget § 10-16. Det foreslåtte unntaket fra kravet om tillatelse for tilknyttede agenter foreslås videreført i lovforslaget § 10-16 første ledd annet punktum. For øvrig vises det til lovforslaget §

9-2 første og annet ledd som viderefører utvalgets utkast som et unntak fra kravet om tillatelse og fra de øvrige bestemmelsene i kapittel 9, samt kapittel 10 i lovforslaget. Departementets forslag er lovteknisk bygget opp på en noe annen måte. Etter departementets vurdering vil ikke endringene i forhold til utvalgets utkast medføre realitetsforskjeller i forhold til utvalgets tilsktede virkning av unntaksbestemmelsene. De drøftelser utvalget foretar i forhold til sitt utkast til lovbestemmelse legges til grunn å ha samme relevans i forhold til innholdet i departementets lovforslag (som bygger på en noe annen lovteknikk).

I utvalgets utkast til unntaksbestemmelse gjøres i *første ledd* (utkastet § 9-2 første ledd) unntak for virksomheten i nærmere angitte regulerte institusjoner (for eksempel Norges Bank, forsikringselskaper, forvaltningsselskaper for verdipapirfond og pensjonskasser), som svarer til direktivet artikkel 2 bokstav a), g) og h). Unntaket er i all hovedsak i samsvar med gjeldende rett. Departementet slutter seg til utvalgets forslag og konklusjon på dette punktet, jf. lovforslaget § 9-2 første ledd nr. 1 til 8. I tillegg foreslår departementet at virksomheten i Folketrygdfondet eksplisitt unntas fra reglene for verdipapirforetak i lovens del 3.

I utvalgets utkast til unntaksbestemmelse gjøres i *annet ledd* (utkastet § 9-2 annet ledd) unntak for virksomhet i nærmere definerte situasjoner. Utvalget uttaler bl.a. følgende om sitt generelle utgangspunkt ved vurderingen av direktivets unntaksbestemmelser på dette punktet:

«Utvalget har i vurderingen av de unntakene som omhandles nedenfor, lagt vekt på at offentligrettslig regulering bør begrenses til de områder hvor det foreligger et reguleringsbehov. I vurderingen av hvilken type virksomhet som bør være konsesjonsbelagt etter verdipapirhandelloven, har utvalget særlig lagt vekt på hvorvidt investorene har behov for den beskyttelse som følger av MiFIDs regulering. Om det av investorbeskyttelseshensyn er behov for slik regulering, beror blant annet på aktørenes profesjonalitet i det aktuelle markedet, markedets funksjon og virkemåte og eventuell særregulering på området. Hensynet til investorbeskyttelse må avveies mot hensynet til gode rammebetingelser for finansbransjen, herunder hensynet til norske aktørers konkurranseevne. Utvalget har lagt vekt på at vurderingen av hensynet til investorbeskyttelse allerede må anses foretatt i tilknytning til avgrensningen av unntakene i MiFID, og at det derfor bør foreligge gode grunner for å utvide eller innskrenke reglenes anvendelsesområde. I forbindelse med vurderingen, kan det ut fra harmoniseringshensyn også være hensikts-

messig å se hen til hvordan MiFID gjennomføres i de øvrige nordiske land.»

Departementet slutter seg i all hovedsak til utvalgets generelle utgangspunkt og til utvalgets forslag til gjennomføring av unntakene i direktivet artikkel 2 nr. 1 bokstav a til n. Dette gjelder med unntak av forslaget til gjennomføring av direktivets artikkel 2 nr. 1 bokstav d) om foretakets egenhandel i utkastet § 9-2 annet ledd nr. 5. Direktivet oppstiller unntak for foretak som ikke driver med andre investeringstjenester enn egenhandel, såfremt egenhandelen ikke foretas som ledd i såkalt «market making» (prisstillervirksomhet) eller i form av systematisk internalisering. Departementet legger imidlertid til grunn at egenhandel – i den grad den drives på forretningsmessig basis, jf. lovforslaget § 9-1 første ledd – er konsesjonspliktig. Slik konsesjonspliktig egenhandel vil for eksempel kunne være «market making»-virksomhet. Etter departementets vurdering vil et krav om at egenhandelen skal drives på «forretningsmessig basis» være et tilstrekkelig avgrensningskriterium i forhold til hvilke former for egenhandel som vil omfattes av kravet til konsesjonsplikt mv. Dette vil etter departementets vurdering gjennomføre MiFID artikkel 2 nr. 1 bokstav d).

Når det gjelder de enkelte øvrige unntakene i utvalgets utkast § 9-2 annet ledd, bemerkes følgende:

- Unntaket i utkastet § 9-2 annet ledd nr. 1 (investeringstjenester som ytes i enkelte anledninger som ledd i annen lovregulert eller selvregulert virksomhet for eksempel av revisorer og advokater) gjennomfører direktivet artikkel 2 nr. 1 bokstav c). Bestemmelsen bygger på vphl. § 7-1 tredje ledd nr. 1. Det vises til utvalgets drøftelse i NOU 2006:3 punkt 2.8.4 som departementet i all hovedsak slutter seg til. For øvrig vises til at EU-kommisjonen er gitt kompetanse til å gi nærmere regler om hva som skal anses som tjenesteyting ved enkelte anledninger, jf. direktivet artikkel 2 nr. 3. Slike utfyllende regler er ikke gitt.
- Unntaket i utkastet § 9-2 annet ledd nr. 2 (investeringstjenester som ytes overfor selskap i samme konsern) gjennomfører direktivets artikkel 2 nr. 1 bokstav b). Bestemmelsen viderefører vphl. § 7-1 tredje ledd nr. 2. Det vises til utvalgets drøftelse i NOU 2006:3 punkt 2.8.3 som departementet i all hovedsak slutter seg til. Det bemerkes imidlertid at den alminnelige konserndefinisjon etter omstendighetene kan være for snever i forhold til å angi unntakets anvendelsesområde, og departementet legger til

grunn at forskriftsbestemmelsen i lovforslagets § 9-2 tredje ledd vil kunne benyttes for å klargjøre konserndefinisjonen i forhold til denne bestemmelsen. Konsernbegrepet bør etter omstendighetene bl.a. kunne omfatte strukturer hvor det er en annen juridisk person enn et aksjeselskap/allmennaksjeselskap som utøver bestemmende innflytelse i foretaket. Konsernbegrepet vil imidlertid ikke kunne omfatte de løsere og avtalebaserte tilknytningsformer Venturekapitalforeningen omtaler i sin høringsuttalelse.

- Unntaket i utkastet § 9-2 annet ledd nr. 3 (investeringstjenester som ytes som ledd i forvaltning av en ordning for arbeidstakers rettigheter) gjennomfører direktivet artikkel 2 nr. 1 bokstav e). Bestemmelsen viderefører vphl. § 7-1 tredje ledd nr. 5. Det vises til utvalgets drøftelse i NOU 2006:3 punkt 2.8.6 som departementet i all hovedsak slutter seg til.
- Unntaket i utkastet § 9-2 annet ledd nr. 4 (investeringstjenester som gjelder tjenester som nevnt i utkastet annet ledd nr. 2 og 3) gjennomfører direktivet artikkel 2 nr. 1 bokstav f). Bestemmelsen er ny i forhold til gjeldende rett. Det vises til utvalgets drøftelse i NOU 2006:3 punkt 2.8.7 som departementet i all hovedsak slutter seg til.
- Unntaket i utkastet annet ledd nr. 5 (deltakelse (for andre enn verdipapirforetak) for egen regning som garantist for fulltegning av emisjoner og tilbud om finansielle instrumenter), viderefører gjeldende vphl. § 7-1 tredje ledd nr. 6. Bestemmelsen gjennomfører ingen eksplisitt direktivbestemmelse. Utvalget legger til grunn at bestemmelsen bare innebærer en presisering av direktivet med hensyn til hvilken virksomhet som anses som investeringstjenester på forretningsmessig basis. Etter departementets syn er det verken nødvendig eller hensiktsmessig å innføre unntak fra MiFIDs definisjon av investeringstjenester som ikke er forankret i direktivets ordlyd. Et eget unntak om dette kunne derfor skape usikkerhet om direktivets og de norske lovreglenes rekkevidde. Departementet slutter seg derfor ikke til utvalgets forslag på dette punkt.
- Unntaket i utkastet § 9-2 annet nr. 7 (investeringsrådgivning under utøvelsen av annen yrkesvirksomhet, forutsatt at det ikke ytes særskilt vederlag for investeringsrådgivningen) gjennomfører direktivet artikkel 2 nr. 1 bokstav j). Bestemmelsen er ny i forhold til gjeldende rett, og må sees i sammenheng med forslaget om å inkludere investeringsrådgivning som en

selvstendig investeringstjeneste. Det vises til utvalgets drøftelse i NOU 2006:3 punkt 2.8.11 som departementet i all hovedsak slutter seg til.

- Unntaket i utkastet § 9-2 annet ledd nr. 11 og 12 (foretak som handler for egen regning i derivatmarkedet og pengemarkedet for å sikre posisjoner, handler på vegne av andre medlemmer i derivatmarkedet eller stiller priser for slike medlemmer) gjennomfører direktivet artikkel 2 nr. 1 bokstav l). Bestemmelsen er ny i forhold til gjeldende rett. Det vises til utvalgets drøftelse i NOU 2006:3 punkt 2.8.14 som departementet i all hovedsak slutter seg til. I høringsrunden har det vært reist spørsmål ved om unntaket kan få anvendelse overfor visse aktører i det norske kraftderivatmarkedet. Departementet vil ikke utelukke at unntaket etter omstendighetene kan være aktuelt, men dette vil bero på den aktuelle situasjon. I motsetning til de unntak som særskilt nevner varederivater, er dette unntaket en videreføring av et tilsvarende unntak under ISD. Det vises for øvrig til nærmere omtale av de særskilte varederivatunntakene nedenfor.

De gjenstående elementer av unntaksbestemmelsene i direktivets artikkel 2 nr. 1 som må gjennomføres i norsk rett gjelder varederivater mv. Direktivet definerer varederivater mv. som finansielle instrumenter (slik vi allerede har gjort i Norge), og i utgangspunktet skal altså direktivet gjelde fullt ut ved handel i slike instrumenter. I artikkel 2 nr. 1 bokstav i) og k) gjøres imidlertid viktige unntak fra direktivets anvendelsesområde ved handel i varederivater mv. Siden det er snakk om en ny fellesskapsregulering som berører et betydelig antall norske aktører, er det derfor nødvendig å avklare disse unntakenes rekkevidde ved gjennomføringen i norsk rett. Ytterligere avklaring kan også skje i forskrift, jf. lovforslaget § 9-2 tredje ledd.

Generelt vil departementet bemerke at en allerede i lovgivningen som innførte regulering av varederivater i norsk rett, forutså at det ville kunne komme fellesskapsregulering av disse instrumentene, jf. Ot.prp. nr. 53 (2000-2001) s. 25. Av den grunn ønsket en ikke fra norsk side å innføre alle handelsregler mv. for slik virksomhet, men en valgte i stedet «en noe mer «skrittvis» tilnærming til et forholdsvis ukjent problemområde hvor både internasjonale og nasjonale tilsynsmyndigheter og aktører mangler erfaring», jf. Ot.prp. nr. 53 (2000-2001). Fellesskapslovgivningen på dette området har nå kommet på plass, og det sentrale nå er å sikre en korrekt gjennomføring av våre EØS-for-

pliktelser. Dette vil sikre like konkurransevilkår mellom norske og utenlandske aktører i dette markedet, og gi norske aktører adgang til EØS-markedet og andre EØS-aktører tilgang til det norske markedet.

I gjeldende verdipapirhandellov er foretak som i hovedsak driver virksomhet i tilknytning til varederivater underlagt et noe lempeligere reguleringsregime enn andre verdipapirforetak. Slike «varederivatforetak» er bl.a. ikke underlagt konsesjonsplikt. Generelt kan man si at MiFID bygger på et lignende utgangspunkt. Virksomhet i tilknytning til varederivater mv. underlegges i prinsippet direktivets bestemmelser, men det er gjort viktige unntak fra direktivets virkeområde i forhold til slik virksomhet. MiFIDs unntak er imidlertid av en annen art enn de unntak som gjelder i den norske verdipapirhandelloven, jf. nedenfor.

Det nevnes at det i fortalen til gjennomføringsforordning 1287/2006 punkt 22, bl.a. uttales følgende om unntakene som er gjort for varederivater mv:

«The exemptions in Directive 2004/39/EC that relate to dealing on own account or to dealing or providing other investment services in relation to commodity derivatives covered by Sections C(5), C(6) and C(7) of Annex I to that Directive or derivatives covered by Section C(10) of that Annex I could be expected to exclude significant numbers of commercial producers and consumers of energy and other commodities, including energy suppliers, commodity merchants and their subsidiaries from the scope of that Directive, and therefore such participants will not be required to apply the tests in this Regulation to determine if the contracts they deal in are financial instruments.»

Uttalelsen viser at de foreslåtte bestemmelsene i direktivets artikkel 2 nr. 2 bokstav i) og k) er ment å unnta en rekke aktører i bl.a. kraftmarkedet, kraftderivatmarkedet og andre varederivatmarkeder fra direktivets virkeområde.

Når det gjelder direktivets artikkel 2 nr. 2 bokstav i), foreslår utvalget at bestemmelsen unntar foretak som yter følgende tjenester eller virksomheter (utkastet § 9-2 annet ledd nr. 9):

«handler for egen regning i finansielle instrumenter, eller yter investeringstjenester knyttet til varederivater eller derivatkontrakter som nevnt i § 2-2 femte ledd nr. 5 til kundene i hovedvirksomheten, forutsatt at dette er en tilknyttet aktivitet til hovedvirksomheten vurdert på konsernbasis, og at denne hovedvirksomheten ikke er yting av investeringstjenester eller banktjenester».

Etter departementets vurdering innebærer utvalgets lovutkast en hensiktsmessig gjennomføring av direktivets ordlyd. Departementet slutter seg derfor til utvalgets forslag på dette punkt.

Det gjøres her et generelt unntak for investeringstjenester knyttet til varederivater mv. i de tilfeller tjenestene ytes til kundene av «hovedvirksomheten». Investerings-tjenestene må anses å være en tilknyttet virksomhet til hovedvirksomheten, og for øvrig må ikke hovedvirksomheten være yting av investeringstjenester eller banktjenester. EU-kommisjonen er gitt kompetanse til å gi utfyllende regler om hva som skal til for at investeringstjenestene skal være «tilknyttet» hovedvirksomheten, jf. artikkel 2 nr. 3. Slike utfyllende regler er ennå ikke gitt, og inntil videre må derfor løsningen bero på en tolking direktivet og gjennomføringsbestemmelsen. I likhet med utvalget, antar departementet at vurderingen må skje konkret, bl.a. på bakgrunn av virksomhetens karakter og de hensyn reguleringen av verdipapirforetak skal ivareta.

I høringsrunden har det vært reist spørsmål om hvem som kan regnes som hovedvirksomhetens «kunder» i forhold til foretak i det norske kraftmarkedet. Det har bl.a. vært reist spørsmål ved om foretak som selger kraft på kraftbørsen Nordpool, kan yte investeringstjenester til personer eller foretak som kjøper kraft på børsen (forutsatt at ytelse av investeringstjenester bare er en tilleggstjeneste). Etter departementets vurdering innebærer imidlertid direktivets krav til at det må foreligge et kundeforhold («clients») at det må foreligge en direkte forretningsforbindelse mellom to eller flere kjente parter, og en slik forbindelse oppstår ikke gjennom slutning av anonyme handler på en markeds plass. På den annen side kan et foretak som selger kraft til slutt-kunder, etter omstendighetene kunne yte investeringstjenester overfor slike kunder uten at virksomheten anses å være omfattet av lovens virkeområde.

Når det gjelder konsesjonskraftregimet, har det også vært reist spørsmål ved om kommunene kan anses som «kunder» av kraftprodusenter hvor konsesjonskraften avregnes finansielt. Etter departementets vurdering vil slike kommuner anses som en «kunde» i direktivets forstand. Det vil foreligge et etablert forretningsmessig forhold mellom de to partene, noe som etter departementets vurdering må være tilstrekkelig for at den aktuelle kommune anse som en kunde («client») av kraftforetak.

Det har også vært reist spørsmål ved hvilke finansielle instrumenter som omfattes av unntaket. Etter departementets vurdering kan det ikke være tvilsomt at unntaket er begrenset til investerings-

tjenester knyttet til varederivater mv., dvs. de derivatkontrakter som er nevnt i direktivets vedlegg I seksjon C nr. 5, 6, 7 og 10. Slike derivatkontrakter omfatter ikke valutaterminer.

Når det gjelder direktivets artikkel 2 nr. 2 bokstav k), foreslår utvalget i utkastet § 9-2 annet ledd nr. 10 å unnta foretak som:

«har [...] som hovedvirksomhet å handle for egen regning med varer eller varederivater, forutsatt at foretaket ikke er del av et konsern som har yting av andre investeringstjenester eller finansieringsvirksomhet som hovedvirksomhet».

Etter departementets vurdering innebærer forslaget en hensiktsmessig gjennomføring av direktivets ordlyd. Departementet slutter seg derfor til utvalgets forslag på dette punkt. Det foreslås imidlertid en mindre endring ved at begrepet «finansieringsvirksomhet» foreslås erstattet med «bank-tjenester», for på den måten å oppnå konsekvens med ordlyden i bestemmelsen som gjennomfører artikkel 2 nr. 2 bokstav i).

Unntaket i utkastet § 9-2 annet ledd nr. 10 er på den ene side mindre omfattende enn ovennevnte unntak i utkastet § 9-2 annet ledd nr. 9, siden det kun gjelder ved «egenhandel» knyttet til varederivater mv. På den annen side er unntaket mer omfattende, siden det ikke stilles krav om at virksomheten må skje i tilknytning til en annen hovedvirksomhet. Egenhandel i varederivater mv. kan således utgjøre hovedvirksomheten i foretaket. Unntaket omfatter alle former for egenhandel, herunder egenhandel i form av prisstilling («market making») på en regulert markedsplass, jf. høringsuttalelsen fra EBL om dette.

I det videre arbeidet med gjennomføring av MiFID og dets utfyllende rettsakter, vil det innenfor EØS-reglens rammer kunne legges særlig vekt på hensynet til en effektiv prissetting og god likviditet på den sentrale nordiske markedsplassen for omsetning av kraft (Nord Pool). Det vises i den sammenheng til sammenhengen mellom det finansielle markedet og spotmarkedet for kraft, og betydningen av å sikre tilstrekkelig likviditet i disse markedene.

Det fremgår for øvrig av direktivets artikkel 65 (3), jf. endringsdirektiv 2006/31/EF artikkel 1 (3), at EU-kommisjonen innen 30. april 2008 skal presentere en rapport til Europaparlamentet og Rådet om disse unntakene knyttet til varederivater mv. bør videreføres på permanent basis eller ikke.

I sitt utkast til § 9-2 *tredje ledd* foreslår utvalget at departementet gis hjemmel til å gi forskrift om at

enkelte av lovens bestemmelser ikke skal gjelde for verdipapirforetak som oppfyller nærmere bestemte vilkår. Bestemmelsen reflekterer den valgdagang medlemslandene er gitt i direktivets artikkel 3.

Etter artikkel 3 kan man gjøre unntak for foretak som ikke kan besitte klientmidler eller komme i gjeld til sine kunder, og som bare kan utføre investeringstjenestene ordreformidling og/eller investeringsrådgivning i tilknytning til omsettelige verdipapirer og fondsandeler. Unntak forutsetter videre at formidling i tilfelle bare kan skje til nærmere angitte foretak (herunder verdipapirforetak, forvaltningsselskap for verdipapirfond og kredittinstitusjoner). Foretaket som gis unntak må i tillegg være regulert på nasjonalt nivå.

Utvalget foreslår at man i utgangspunktet lar lovens bestemmelser gjelde fullt ut også overfor verdipapirforetak som yter slike begrensede tjenester som nevnt i artikkel 3. Utvalget viser i den forbindelse til at hensynet til investorbeskyttelse og tilsynsmessige hensyn tilsier at slike investeringstjenester underlegges loven, jf. nærmere drøftelse i NOU 2006: 3 s. 60-62. Utvalget anfører imidlertid at det kan finnes gode grunner for at enkelte av lovens bestemmelser ikke skal gjelde for slike foretak, og viser særlig til såkalte «private equity selskaper». Utvalgets forslag synes således å innebære en mellomløsning. Departementet slutter seg i hovedsak til utvalgets vurderinger og forslag på dette punktet. Departementet legger til grunn at «private equity» selskaper etter omstendighetene vil yte konsesjonspliktige investeringstjenester.

Hvorvidt slike foretak yter konsesjonspliktige tjenester vil bero på en konkret vurdering. Når det gjelder tjenesten investeringsrådgivning, kreves i så fall at foretaket på forretningsmessig grunnlag gir råd overfor de tilknyttede fondskonstruksjoner om investeringer i bestemte finansielle instrumenter, jf. nærmere omtale i punkt 4.5. Strategiske råd knyttet til bedriftsoppkjøp, forretningsstrategi og foretaksstyring mv. faller derfor i utgangspunktet utenfor lovens definisjon av investeringsrådgivning. Det vises til at slik rådgivning vil kunne være å anse som en tilleggstjeneste, som ikke er konsesjonspliktig, jf. lovforslaget § 2-1 annet ledd nr. 3. Den nærmere grense mellom rådgivning knyttet til bestemte finansielle instrumenter og rådgivning knyttet til bedriftsoppkjøp mv., må vurderes konkret. For at konsesjonsplikt skal inntre, må heller ikke et av de i loven angitte unntak få anvendelse. Dersom et «private equity» foretak etter dette likevel anses å drive konsesjonspliktig virksomhet, vil ikke foretaket kunne oppnå unntak som følge av at

foretaket har få og/eller profesjonelle kunder. MiFID artikkel 2 gir ikke hjemmel til unntak i slike tilfeller. Derimot gir direktivets artikkel 3 anledning til å innføre nasjonale unntak for foretak som yter et begrenset tjenestespekter, jf. nedenfor.

I likhet med utvalget anser imidlertid departementet at det kan være grunnlag for at foretak som yter et begrenset tjenestespekter og for øvrig oppfyller direktivets artikkel 3, unntas fra enkelte av lovens bestemmelser. De synspunkter Norsk Venturekapitalforening fremmer i høringen kan også vurderes nærmere i tilknytning til utformingen av en slik eventuell forskrift. Også andre foretak som yter et begrenset tjenestespekter og som oppfyller direktivets artikkel 3, vil etter omstendighetene kunne omfattes av en slik eventuell forskrift, jf. Nordisk Energimeglerforbunds uttalelse om dette. Det vises til lovforslaget § 1-3, som er noe endret i forhold til utvalgets utkast. I henhold til departementets forslag kan verdipapirforetak som ikke besitter kundemidler og som kun driver med investeringsrådgivning og/eller mottak og formidling av ordre i tilknytning til omsettelige verdipapirer og verdipapirfondsandeler, unntas fra enkelte av lovens bestemmelser. Det er videre et vilkår at verdipapirforetak som formidler ordre formidler til verdipapirforetak eller kredittinstitusjon med tilla-

telse til å yte slike tjenester i Norge, eller til forvaltningsselskap for verdipapirfond med adgang til å drive verdipapirfondsforvaltning i Norge. Foretak som unntas i medhold av denne bestemmelsen vil ikke ha rett til å yte tjenester eller å etablere seg innen EØS med hjemmel i direktivets bestemmelser. Behovet for en eventuell forskrift vil imidlertid vurderes nærmere, bl.a. i lys av de tilpasningsbehov som måtte oppstå.

Kredittilsynet viser til at markedet sannsynligvis vil ha behov for en avklaring om utkastet § 9-2 annet ledd nr. 4 åpner for at et konsernselskap kan forvalte pensjonskassene til alle selskapene i konsernet. Departementet viser til at lov 10. juni 2005 nr. 44 om forsikringsselskaper, pensjonsforetak og deres virksomhet mv. (forsikringsloven) § 7-7 fastsetter at en pensjonskasse bare kan inngå avtale om kapitalforvaltning med bank, livsforsikringsselskap eller verdipapirforetak med tillatelse til å drive aktiv forvaltning. Denne bestemmelsen avskjærer således at selskap innenfor samme konsern, som ikke er bank, livsforsikringsselskap eller pensjonsforetak, kan forvalte pensjonskassens midler. Forsikringsloven § 7-7 trådte i kraft 1. juli 2006, men vil for eksisterende pensjonskasser ikke tre i kraft før 1. januar 2008, jf. forskrift 30. juni 2006 nr. 868 om overgangsregler til forsikringsloven § 2.

6 Verdipapirforetak – tillatelse og organisatoriske krav

6.1 Vilkår for og omfang av tillatelse

6.1.1 Norsk rett

Utvalget har redegjort for gjeldende norsk rett på dette området (NOU 2006: 3 pkt. 3.2):

«3.1.2.1 Generelle vilkår for tillatelse

Det følger av vphl. § 7-1, jf. § 7-2 første ledd, at investeringstjenester bare kan ytes av kredittinstitusjon eller allmennaksjeselskap som har tillatelse til dette fra departementet. I henhold til vphl. § 7-2 tredje ledd nr. 1 skal verdipapirforetak som er allmennaksjeselskap ha sitt forretningskontor og hovedkontor i Norge. Etter ordlyden omfatter vphl. § 7-2 tredje ledd også kredittinstitusjoner som er organisert som allmennaksjeselskap. For banker følger imidlertid kravet om forretningskontor og hovedkontor i Norge av forretningsbankloven § 8 første ledd annet punktum og sparebankloven § 3 første ledd annet punktum, jf. direktiv 2000/12/EF (bankdirektivet). Kredittinstitusjoner som ønsker å tilby investeringstjenester må i tillegg ha tillatelse etter verdipapirhandelloven, jf. vphl. § 7-2. I NOU 1995: side 51-52 er godkjenningsskravet begrunnet ut fra hensynet til et samlet tilsyn med hvilke foretak som yter investeringstjenester. Det foreligger ingen lov eller forskrift som pålegger Kredittilsynet å føre liste over foretak som har tillatelse til å yte investeringstjenester.

3.1.2.2 Omfang av tillatelse

Verdipapirforetak kan gis tillatelse til å tilby én eller flere investeringstjenester som nevnt i vphl. § 1-2 første ledd, samt tilknyttede tjenester som angitt i vphl. § 8-1. Etter § 7-3 første ledd første punktum skal det i søknad om tillatelse opplyses hvilke investeringstjenester og tilknyttede tjenester verdipapirforetaket ønsker å yte. Dersom et verdipapirforetak ønsker å tilby investeringstjenester som ikke er omfattet av den opprinnelige tillatelse må det søkes om utvidelse av tillatelsen. Videre må verdipapirforetaket gi melding til Kredittilsynet før det tilbyr tilknyttede tjenester utover det som fremgår av tillatelsen etter § 7-1 første ledd, jf. § 8-1 annet ledd. Slike tilknyttede tjenester kan ytes så snart melding er gitt, jf. Ot.prp. nr. 15 (1995-96) side 20-21.

Det fremgår av vphl. § 7-7 at verdipapirforetak med hovedsete i en annen EØS-stat som har tilsvarende tillatelse til å yte investeringstjenester (etter ISD og bankdirektivet) fra hjemstatens kompetente myndighet, har rett til å tilby investeringstjenester i Norge enten direkte fra et forretningssted i en annen EØS-stat eller gjennom filial, se nærmere i kapittel 5.»

6.1.2 EØS-rett

Medlemsstatene skal ha krav om tillatelse for utøvelse av investeringstjenester som foregår som ledd i yrkesutøvelse eller på forretningsmessig basis, jf. MiFID artikkel 5 nr. 1. Et tilsvarende krav følger av ISD artikkel 3 nr. 1. Den nærmere reguleringen av slik tillatelse fremgår av MiFID artikler 5 til 14 (del II kapittel I). I følge artikkel 5 nr. 1 skal kompetansen til å gi slik tillatelse ligge hos den myndigheten som i medlemsstaten er utpekt som kompetent i henhold til direktivets artikkel 48, jf. også nærmere omtale av denne bestemmelsen nedenfor i kapittel 12. Det følger videre av MiFID artikkel 5 nr. 5 at kompetansen når det gjelder administrative, forberedende eller underordnede oppgaver knyttet til tildelingen av tillatelsen, kan delegeres. Dette gjelder imidlertid bare når det er snakk om verdipapirforetak som bare driver investeringsrådgivning eller mottak og formidling av ordre på de vilkår som er fastsatt i artikkel 3 (frivillig unntak). Dette er nytt i forhold til ISD.

I henhold til artikkel 5 nr. 2 skal alle markedsoperatører tillates å drive multilateral handelsfasilitet. Dette gjelder bare når det er fastsatt på forhånd at disse operatørene oppfyller kravene i direktivets del II kapittel 1, med unntak av artikkel 11 (om medlemskap i en godkjent erstatningsordning for investorer) og 15 (om forbindelser med tredjestater). Bestemmelsen er ny i forhold til ISD. Markedsoperatørers adgang til å drive multilateral handelsfasilitet er nærmere omtalt nedenfor i kapittel 11.

Det er også nytt i forhold til ISD at MiFID artikkel 5 nr. 3 krever at medlemsstatene skal ha et register over alle verdipapirforetakene. Registeret må være offentlig tilgjengelig, og skal ikke bare inneholde navn på foretaket, men også informasjon

om de tjenestene og/eller aktivitetene som foretaket har tillatelse til å drive med. Det er videre et krav om at dette registeret oppdateres jevnlig.

MiFID artikkel 5 nr. 4 inneholder nærmere krav til hvor verdipapirforetaket skal ha sitt hovedkontor. Når foretaket er en juridisk person, skal foretaket ha hovedkontor der hvor foretaket har registrert forretningssted. Juridiske personer som i henhold til nasjonal lovgivning ikke har registrert forretningssted skal ha hovedkontoret i den medlemsstaten hvor foretaket rent faktisk driver sin virksomhet. Det samme gjelder for verdipapirforetak som ikke er juridiske personer. ISD artikkel 3 nr. 2 har en tilsvarende bestemmelse.

Direktivet regulerer også omfanget av tillatelsen. Regler om dette følger av artikkel 6. I henhold til artikkel 6 nr. 1 skal tillatelse angi hvilke tjenester/aktiviteter verdipapirforetak har tillatelse til å tilby og å utøve. Tillatelsen kan også dekke såkalte tilknyttede tjenester, dvs. tjenester som fremgår av direktivets vedlegg I del B. Bestemmelsen avskjærer dessuten at tillatelsen skal kunne gis kun for slike tilknyttede tjenester.

Dersom et verdipapirforetak vil utvide sin virksomhet innenfor MiFID, må foretaket søke om slik utvidelse. Dette følger av artikkel 6 nr. 2.

Artikkel 6 nr. 3 fastsetter at tillatelsen skal være gyldig i hele EØS-området, slik at verdipapirforetaket skal kunne drive virksomhet i henhold til tillatelsen i hele EØS-området.

6.1.3 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår i utkastet § 9-1 å videreføre kravet i gjeldende verdipapirhandellov § 7-1, om at investeringstjenester bare kan ytes av foretak som har tillatelse fra departementet. Tillatelsen må angi hvilke investeringstjenester foretak har lov til å yte i henhold til den gitte tillatelsen, samt hvilke tilknyttede tjenester verdipapirforetaket kan yte. Dette fremgår av utkastet § 9-1 første ledd annet punktum. Dersom verdipapirforetaket tilbyr tilknyttede tjenester som går utover det som følger av tillatelsen, følger det av utvalgets utkast at det skal søke Kredittilsynet om godkjenning, jf. utkastet § 9-1 første ledd tredje punktum. For øvrig henvises det i utkastet § 9-1 første ledd siste punktum til utkastet § 9-6 om tillatelse til å yte kreditt. Sistnevnte bestemmelse er nærmere omtalt nedenfor i kapittel 7.12.

MiFIDs krav om at det skal føres et offentlig register over alle verdipapirforetakene og hvilke tjenester de har tillatelse til å yte, foreslår utvalget gjennomført i utkastet § 9-7. Utvalget foreslår at Kredittilsynet skal føre et slikt register, samt at det

skal være offentlig. Registeret skal videre omfatte alle foretak med adgang til å yte investeringstjenester i Norge, dette vil etter forslaget også omfatte utenlandske foretak (både innenfor og utenfor EØS) som har tillatelse til å drive virksomhet i Norge. Utvalget foreslår at det skal fremgå av registeret hvilke investeringstjenester og tilknyttede tjenester foretakene kan yte, jf. utkastet § 9-7 første ledd annet punktum. Kredittilsynet fører pr. i dag en slik oversikt over verdipapirforetak på sin hjemmeside, men lovkravet som utvalget har foreslått er nytt i forhold til gjeldende rett.

Utvalget foreslår å gjennomføre MiFIDs artikkel 5 nr. 2 om tillatelse til for regulerte markeder til å drive multilaterale handelsfasiliteter i utkastet § 9-5. Det følger av denne delen av utkastet at foretak som har tillatelse i henhold til lovutkastet om regulerte markeder, skal departementet gi tillatelse til å drive såkalte multilaterale handelsfasiliteter. Dette gjelder bare dersom foretaket oppfyller kravene i utkastet § 9-1 (om tillatelse), § 9-9 (om verdipapirforetaks ledelse), § 9-10 (om aksjeeierstruktur), § 9-11 (om organisering av virksomheten), § 9-13 (startkapital) og § 11-1 (om handel og gjennomføring av transaksjoner i multilateral handelsfasilitet). Reglene om multilaterale handelsfasiliteter og utvalgets forslag på dette punktet er nærmere behandlet nedenfor i kapittel 11.

Utvalget foreslår videre å åpne for at verdipapirforetak også kan organiseres som aksjeselskap, jf. utkastet § 9-8. Dette er nærmere drøftet i NOU 2006: 3 pkt. 2.2.3.3:

«MiFID åpner i likhet med ISD for at medlemsstatene kan velge å gi nasjonale regler om at også fysiske personer kan anses som verdipapirforetak som kan få EØS-konsesjon. Det stilles i så fall strenge krav til reguleringen, ikke bare verdipapirrettslig, men også formuerettslig.

I forbindelse med gjennomføringen av ISD i norsk rett uttalte det daværende verdipapirhandellovutvalget, med tilslutning fra departementet, at det ikke fant noen grunn til å foreslå endringer i det norske kravet om organisering som kredittinstitusjon eller aksjeselskap (nå allmennaksjeselskap), selv om ISD åpnet for lempeligere krav, jf. NOU 1995: 1 side 60-61 og Ot.prp. nr. 15 (1995-96) side 23. Det ble blant annet vist til at aksjeselskapsformen er underlagt en veletablert og gjennomarbeidet regulering i norsk rett. Spørsmålet om å omfatte fysiske personer synes ikke omtalt nærmere i disse forarbeidene. Kravet til organisering som allmennaksjeselskap kom til i ettertid, og begrunnes i Ot.prp. nr. 42 (1997-98) side 248 som en «teknisk endring».

Utvalget har vurdert om det skal åpnes for at andre enn kredittinstitusjoner og allmennaksjeselskaper kan gis tillatelse til å yte investeringstjenester. Det er enighet om at det bør åpnes for at tillatelse også kan gis til aksjeselskap. Utvalget har blant annet lagt vekt på at MiFID utvider konsesjonsplikten til blant annet å gjelde investeringsrådgivning, noe som kan medføre et større behov for at også aksjeselskaper omfattes. Utvalget har videre lagt vekt på at både aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper er underlagt en effektiv og velprøvd regulering i norsk rett. Allmennaksjeloven har riktignok andre bestemmelser om selskapsorganer og et høyere krav til aksjekapital, men dette vurderes ikke som avgjørende sett hen til den øvrige regulering som et aksjeselskap, i kraft av å være verdipapirforetak under tilsyn, vil bli underlagt etter verdipapirhandelloven mv.

Utvalget viser også til at verdipapirfondsförvaltning etter gjeldende rett kan drives både av aksjeselskap og allmennaksjeselskap, jf. verdipapirfondloven § 2-1 første ledd. Etter utvalgets oppfatning gjør mange av de samme hensyn seg gjeldende for förvaltningsselskaper for verdipapirfond som for verdipapirforetak. Verdipapirfondloven § 2-1 ble i 1997 (på dette tidspunktet § 2-2 annet ledd) endret fra å kreve organisering som aksjeselskap, til å oppstille aksje- og allmennaksjeselskap som to alternative organisasjonsformer. Endringen ble gjort i forbindelse med vedtakelsen av de nye aksjelovene, og er ikke kommentert særskilt verken av departementet eller justiskomiteen, jf. Ot.prp. nr. 39 (1996-97) og Innst. O. nr. 80 (1996-97). I Ot.prp. nr. 39 (1996-97) bemerkes imidlertid generelt på side 1 at forslagene til endringer i «annen lovgivning» i hovedsak dreier seg om tekniske tilpasninger som følge av de nye aksjelovene.

Utvalget har for øvrig vurdert om andre selskapsformer, eventuelt fysiske personer, bør omfattes. Utvalget har imidlertid ikke funnet tilstrekkelige grunner for å tillate etablering som annet enn aksje- eller allmennaksjeselskap, hensett til den reguleringsutfordring som ligger i å omfatte personer og foretak som ikke er underlagt de samme organisatoriske krav som følger av aksjelovgivningen. MiFID oppstiller dessuten særlige krav dersom fysiske personer tillates å yte investeringstjenester og samtidig besitte kunders midler, jf. MiFID art. 4 nr. 1 pkt. 1 tredje ledd.

Utvalget foreslår på bakgrunn av drøftelsen ovenfor at kravet som følger av nåværende vphl. § 7-2 første ledd, endres til også å omfatte aksjeselskap. Det vises til lovutkastet § 9-8 første ledd. Det foreslås videre at særregelen for

allmennaksjeselskaper i § 7-2 tredje ledd (foretreningskontor og hovedkontor i Norge mv.) dermed også skal gjelde for aksjeselskaper, se nærmere i lovutkastet § 9-8 og pkt. 3.1.2 nedenfor.»

6.1.4 Høringsinstansenes merknader

Energibedriftenes Landsforening, Norges Bank, Nordic Association of Electricity Traders (NAET), Advokatforeningen, Norges Fondsmeglerforbund, Sparebankforeningen, Finansnæringens Hovedorganisasjon og Næringslivets Hovedorganisasjon (NHO) støtter alle utvalgets forslag om å åpne for at verdipapirforetak kan organisere seg som aksjeselskaper i tillegg til allmennaksjeselskaper og kredittinstitusjoner. Energibedriftenes Landsforening og NAET mener, under henvisning til at det innenfor kraftbransjen benyttes andre selskapsformer enn aksjeselskap og allmennaksjeselskap, at det bør åpnes også for andre selskapsformer. Advokatforeningen ber også om at dette vurderes.

Kredittilsynet har følgende merknad knyttet til verdipapirforetaks utvidelse av virksomheten innenfor samme konsesjonsklasse som det har tillatelse innenfor:

«Etter gjeldende rett gis det konsesjon til å yte en eller flere bestemte investeringstjenester, jf. vphl. § 7-1 første ledd, jf. § 1-2 første ledd. Konsesjon til en investeringstjeneste slik disse er definert i vphl. § 1-2 første ledd gis for hele tjenesten. Kredittilsynet har fast og sikker praksis på at det ikke gis konsesjoner til begrensede deler av den enkelte konsesjon, og at slike konsesjoner heller ikke begrenses mht. hvilke finansielle instrumenter den konkrete investeringstjenesten kan omfatte. En konsekvens av dette er bla. at egnethetsvurderingen av ledelsen i verdipapirforetaket i utgangspunktet tar høyde for den fulle virksomhet en gitt konsesjon gir søkeren adgang til å drive. Dette reflekteres også i at en utvidelse av virksomheten, innenfor den samme konsesjonen, ikke forutsetter ny søknad eller tillatelse fra Kredittilsynet. Kredittilsynet finner det naturlig at denne praksisen videreføres under den nye loven.

Det vises for øvrig også til at meldinger fra andre EØS-foretak om etablering av filial i Norge, eller om grensekryssende virksomhet fra annen EØS-stat inn i Norge, følger samme systemet. De enkelte konsesjoner og finansielle instrumenter er definert i vedlegg I til det gjeldende Investeringstjenestedirektivet (ISD-direktivet). I meldingene til vertslandet angis hvilke investeringstjenester foretaket har konsesjon til å yte i hjemstaten som skal ytes i Norge, uten noen nærmere presisering av

hvilke konkrete tjenester under den enkelte konsesjon som skal ytes.»

Statistisk sentralbyrå knytter enkelte merknader til kravet om at Kredittilsynet skal føre et offentlig register over verdipapirforetakene:

«Ifølge forslag til ny lov om verdipapirhandel § 9-7 framgår det at Kredittilsynet skal føre et offentlig register over foretak med adgang til å yte investeringstjenester i Norge. Dette innebærer at Kredittilsynet skal føre et register over:

- Verdipapirforetak med tillatelse fra departementet til å yte investeringstjenester (norskregistrerte), herunder døtre av utenlandske verdipapirforetak,
- Verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat som yter investeringstjenester i Norge direkte fra foretningssted i annen EØS-stat,
- Filialer av verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat,
- Filialer av verdipapirforetak med hovedsete utenfor EØS

Et slikt register vil være nyttig i SSBs arbeid med å lage statistikk. SSB ber i den forbindelse om at det etableres et separat register tilknyttet Enhetsregisteret i Brønnøysund – tilsvarende Regnskapsfører- og Revisorregistrene - over alle norske foretak og filialer av utenlandske foretak som har adgang til å yte investeringstjenester i Norge.

Kredittilsynet fører i dag registre over ulike finansielle foretak som har gitt melding om filialetablering eller grensekryssende virksomhet i Norge. Registrene omfatter et stort antall utenlandske selskaper, men inneholder ingen informasjon om hvorvidt selskapene faktisk har operativ virksomhet i Norge. Ettersom det kan ta flere år fra melding er gitt, til selskapet starter sin operative virksomhet, er et vanskelig å benytte registeret til statistikkformål. Filialer av utenlandske selskaper er statistiske foretak helt på linje med norske juridiske enheter, og tjenester som yter direkte fra utenlandske foretak skal fanges opp som import i utenriksregnskapet. SSB ber derfor om at det av registeret over foretak med adgang til å yte investeringstjenester fremgår når et verdipapirforetak som har hovedsete i en annen EØS-stat faktisk starter opp sin virksomhet i Norge, gjennom filial eller direkte, og når den ev. avsluttes.

Det følger av § 9-17 at utenlandske verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat skal gi melding til Kredittilsynet før det oppretter avdelingskontor i Norge. SSB har litt problemer med å forstå grensedragningen mellom filial og avdelingskontor, og ber om at avde-

lingskontor defineres og innlemmes i registeret nevnt ovenfor.

For statistikken er det vesentlig å kunne skille mellom ikke-finansiell og finansiell sektor. SSB ser det derfor som positivt at investeringsrådgivning blir en egen investeringstjeneste som krever tillatelse fra departementet. Det samme gjelder opprettelse av offentlig tilgjengelig register for tilknyttede agenter for verdipapirforetak. Dette betyr at det blir enklere å identifisere foretak som yter investeringsrådgivningstjenester eller tilknyttede agenter som inngår i finansiell sektor. Også for registeret over tilknyttede agenter for verdipapirforetak er det ønskelig med en knytning opp mot Enhetsregisteret i Brønnøysund tilsvarende som Regnskapsfører- og Revisorregistrene.»

Norges Bank er positiv til at det registeret Kredittilsynet fører i dag over verdipapirforetakene, blir hjemlet i lov.

Advokatforeningen mener det er best at direktivets krav om at registeret skal oppdateres jevnlig, også kommer til uttrykk i lovteksten. Foreningen mener at det eventuelt bør åpnes for at departementet kan fastsette nærmere regler om registeret i forskrift.

6.1.5 Departementets vurdering

Departementet foreslår å videreføre gjeldende retts krav om at foretak som yter investeringstjenester må ha tillatelse, i lovforslaget § 9-1 første ledd. Bestemmelsen tar sikte på å gjennomføre MiFID artikkel 5 nr. 1. Tillatelse kreves etter lovforslaget når slike investeringstjenester ytes på forretningsmessig basis, og kompetansen til å gi slik tillatelse foreslås lagt til departementet. jf. lovforslaget § 9-1 første ledd første punktum. Departementet foreslår videre at det i tillatelsen skal angis hvilke investeringstjenester (hovedvirksomhet) og hvilke tilknyttede tjenester foretaket har fått tillatelse til å drive med. Dette følger av lovforslaget § 9-1 første ledd annet punktum. Utvalget har videre foreslått at verdipapirforetaket skal søke om godkjenning fra Kredittilsynet ved utvidelse av virksomheten hva angår tilknyttede tjenester. Departementet slutter seg til dette, og det vises til lovforslaget § 9-1 første ledd tredje punktum.

Departementet kan ikke se at det foreligger prinsipielle innvendinger mot at tillatelsen begrenses til å omfatte investeringstjenester knyttet til enkelte typer av finansielle instrumenter, dersom disse er vesensforskjellige fra andre typer av finansielle instrumenter, jf. Kredittilsynets uttalelse om dette. Departementet antar at dette vil kunne være

særlig praktisk i forhold til verdipapirforetak som driver med enkelte investeringstjenester knyttet til varederivater.

Departementet slutter seg til forslaget om at tillatelse bare kan gis der konsesjonsmyndigheten anser vilkårene for å yte investeringstjenester som oppfylt (oppfyller bestemmelsene i lovforslaget §§ 9-8 til 9-21), slik utvalget har foreslått. Videre foreslår departementet at tillatelse bare kan gis der organiseringen av foretaket er av en slik art at det kan føres et effektivt og betryggende tilsyn med foretaket. Formuleringen avviker noe fra utvalgets utkast. Det vises til lovforslaget § 9-1 annet ledd.

Departementet slutter seg i utgangspunktet til utvalgets forslag om at investeringstjenestevirksomhet bare skal kunne drives i aksjeselskaper, allmennaksjeselskaper eller kredittinstitusjoner. Det vises til utvalgets begrunnelse som departementet slutter seg til. Departementet viser særlig til den trygghet det ligger i at slik virksomhet drives i foretaksformer hvor det er etablert betryggende organisasjonsstrukturer, herunder at det vil være et styre som har et overordnet ansvar for virksomheten. Etter departementets vurdering kan det imidlertid etter omstendighetene kunne være hensiktsmessig i unntakstilfeller å åpne for at også andre foretaksformer bør kunne tillates, jf. også høringsuttalelsene fra Energibedriftenes Landsforening, NAET, Advokatforeningen og Justisdepartementet om dette. Det foreslås derfor at det i forskrift kan åpnes opp for at investeringstjenester drives i andre foretaksformer. En slik forskrift vil blant annet kunne stille krav til organiseringen av virksomheten, som vil kunne avhjelpe eventuelle mangler i den aktuelle juridiske struktur (for eksempel ved å oppstille krav om styre, revisjonsplikt mv.). Det vises til lovforslaget § 9-8 tredje ledd.

Departementet foreslår videre at foretak som har tillatelse i henhold til forslaget til lov om regulerte markeder skal få tillatelse til å drive multilateral handelsfasilitet, jf. lovforslaget § 9-5. En forutsetning for at slik tillatelse skal gis, er at foretaket oppfyller kravene i lovforslaget § 9-1 om tillatelse, § 9-9 om verdipapirforetaks ledelse, § 9-10 om aksjeeierstruktur, § 9-11 om organisering av virksomheten, § 9-13 om startkapital og § 11-1 om handel og gjennomføring av transaksjoner på multilateral handelsfasilitet. Forslaget vil gjennomføre direktivets artikkel 5 nr. 2, og er i tråd med utvalgets utkast.

De foretak som har adgang til å yte investeringstjenester her i Norge, skal etter lovforslaget føres opp i et offentlig register. Departementet foreslår en egen bestemmelse om dette i lovforsla-

get § 9-7, som vil gjennomføre direktivet artikkel 5 nr. 3. Registeret skal omfatte alle foretak som har adgang til å yte investeringstjenester her i Norge, det vil si at også utenlandske foretak som driver lovlig virksomhet her, skal føres opp (EØS-foretak og foretak hjemmehørende utenfor EØS). I henhold til lovforslaget skal Kredittilsynet påse at det føres et slikt register. Det skal fremgå av registeret hvilke investeringstjenester og tilknyttede tjenester foretaket kan yte, jf. lovforslaget § 9-7 første ledd annet punktum. Departementet legger for øvrig til grunn at en naturlig forståelse av den foreslåtte bestemmelsen må innebære at registeret må oppdateres jevnlig for at det skal være i samsvar med det lovpålagte kravet som her foreslås. Etter departementets vurdering er det således ikke nødvendig å lovfeste et særskilt krav om oppdatering, slik Advokatforeningen anfører.

Når det gjelder Statistisk sentralbyrås ønske om at det etableres et tilsvarende separat register i tilknytning til Enhetsregisteret i Brønnøysund, viser departementet til at dette ikke er en direktivforpliktelse og at et slikt forslag heller ikke har vært vurdert av utvalget. Departementet vil derfor ikke foreslå lovregler om dette nå.

Departementet bemerker for øvrig at begrepe avdelingskontor og filial i utkastet § 9-17 er sammenfallende, og legger til grunn at «filial» er dekkende. Departementet foreslår derfor at begrepet «avdelingskontor» i utkastet erstattes med «filial», jf. lovforslaget § 9-22.

6.2 Søknadsprosedyrer

6.2.1 Norsk rett

Verdipapirhandeloven § 7-3 regulerer søknadsprosedyren ved søknad om tillatelse til å yte investeringstjenester i medhold av loven. Denne bestemmelsen gjennomfører ISD artikkel 3 nr. 4 og 5. Bestemmelsen stiller krav til innholdet i søknaden, adgang for myndighetene til å be om ytterligere opplysninger, frist for å svare på søknaden, tidspunkt for oppstart av virksomheten, samt regler om samarbeid med andre EØS-myndigheter i tilfeller der foretaket har tilknytning til andre land innenfor EØS-området.

Utvalget har redegjort for gjeldende norsk rett i NOU 2006: 3 pkt. 3.2.2:

«Kravene til søknad om tillatelse til å yte investeringstjenester følger av vphl. § 7-3. I tillegg til å angi hvilke av tjenestene i §§ 1-2 og 8-1 verdipapirforetaket ønsker å yte, jf. pkt. 3.2.2 ovenfor, skal søknaden inneholde andre opplysning-

ger av betydning for vurderingen av om tillatelse skal gis. Søknaden skal videre inneholde opplysninger som viser at de lovbestemte kravene i verdipapirhandelloven kapittel 7 og 8 er oppfylt. Etter vphl. § 7-3 første ledd siste punktum kan konsesjonsmyndighetene be om ytterligere opplysninger. Det fremgår videre av vphl. § 7-3 annet ledd at foretakets vedtekter, driftsplan og interne rutiner for organisering av virksomheten som nevnt i § 9-1 skal vedlegges søknaden. Det er i tredje ledd gitt visse særregler for grenseoverskridende virksomhet innen EØS. Etter vphl. § 7-3 fjerde ledd skal vedtak om tillatelse meddeles søker snarest mulig og senest seks måneder etter at søknaden ble mottatt. Dersom søknaden ikke inneholder de opplysninger som er nødvendige for å avgjøre om tillatelse skal gis, regnes fristen fra det tidspunkt slike opplysninger ble mottatt. Et verdipapirforetak kan starte sin virksomhet umiddelbart etter at tillatelse er gitt, jf. § 7-3 femte ledd.»

6.2.2 EØS-rett

Fremgangsmåten ved innvilgelse og avslag på søknader om tillatelse reguleres i MiFID artikkel 7. Bestemmelsen er i det vesentlige en videreføring av ISD artikkel 3 nr. 4 og 5.

Artikkel 7 nr. 1 fastsetter at den kompetente myndigheten ikke skal innvilge tillatelse før den er sikker på at søkeren oppfyller de kravene som følger av direktivet. Det følger videre av artikkel 7 nr. 2 at verdipapirforetaket når det søker skal gi alle de opplysningene som er nødvendige for at den kompetente myndigheten skal være overbevist om at foretaket har etablert de tiltakene som er nødvendige for å oppfylle de pliktene som følger av direktivets del II kapittel 1 (artikkel 5 til 15). Bestemmelsen nevner særskilt opplysninger som virksomhetsplan (driftsplan), planlagt type virksomhet og organisasjonsstruktur. Fristen for å informere søkeren om resultatet av søknadsbehandlingen er i direktivet satt til seks måneder, jf. artikkel 7 nr. 3. Fristen gjelder fra det tidspunkt søknaden må sies å være fullstendig.

6.2.3 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår en bestemmelse i utkastet § 9-3 som vil gjennomføre artikkel 7 nr. 2 og 3. MiFID artikkel 7 nr. 1 foreslås tatt inn i utkastet § 9-1 annet ledd. Utvalget uttaler om sitt forslag (NOU 2006: 3 pkt. 3.2.3):

«MiFID art. 7 er i det vesentlige en videreføring av ISD art. 3 nr. 4 og 5, som i norsk rett er imple-

mentert i vphl. § 7-3. Utvalget legger til grunn at de omtalte deler av vphl. § 7-3 er i samsvar med MiFID art. 7. Det vises til lovutkastet § 9-3 der gjeldende § 7-3 er videreført.»

6.2.4 Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet viser til at det foretaket som har ansvaret for at det oppfyller de lovmessige kravene, selv om konsesjonsmyndighetene skal påse at kravene er oppfylt i forbindelse med søknadsprosessen:

«MiFID art. 7 nr. 1 forutsetter at konsesjon bare gis der tilsynet er «fully satisfied» om at vilkårene for tillatelse foreligger. Kredittilsynet legger til grunn at dette i realiteten uttrykker et kvalifisert krav til at det er søker som fullt ut må dokumentere overfor tilsynsmyndigheten at lovens vilkår er oppfylt. Dette synes også å være utvalgets vurdering, jf. innledningen til pkt. 3.2.1 der art. 7 i denne relasjon forstås som at tilsynsmyndigheten skal være «..overbevist om at søkeren oppfyller alle krav.»

Kredittilsynet vil understreke at det er foretakene selv som har ansvaret for at alle krav til konsesjon er oppfylt. En konsesjon betyr ikke at Kredittilsynet har funnet at foretaket oppfyller alle krav, men at foretaket ut fra opplysningene i søknaden synes å oppfylle disse kravene. Det er foretaket som har de nødvendige forutsetninger for å vurdere egen virksomhet, og Kredittilsynet baserer sine vurderinger på de opplysninger foretakene selv gir. Det legges til grunn at denne praksis videreføres med den nye loven.

Kredittilsynet er enig i at loven i utk. § 9-1 annet ledd presiserer at et vilkår for konsesjon er at «det kan gjennomføres et effektivt og betryggende tilsyn med verdipapirforetaket.», og vil understreke at også dette vilkåret vil søker måtte godtgjøre at han oppfyller.»

Ingen av de øvrige høringsinstansene har merknader til utvalgets forslag.

6.2.5 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets utkast til gjennomføring av MiFID artikkel 7 om søknadsprosedyre, men foreslår at det presiseres i lovforslaget § 9-1 annet ledd at tillatelse bare skal gi der konsesjonsmyndighetene anser vilkårene for å yte investeringstjenester i §§ 9-8 til 9-21 for oppfylt. Det vises til lovforslaget § 9-3 og § 9-1 annet ledd. Artikkel 7 nr. 3 om saksbehandlingstid er gjennomført i lovforslaget § 9-3 fjerde ledd.

6.3 Tilbakekall av tillatelse

6.3.1 Norsk rett

Utvalget har redegjort for gjeldende norske regler om tilbakekall av tillatelse (NOU 2006: 3 pkt. 3.3.2):

«Regler om tilbakekall av tillatelse til å yte investeringstjenester følger i dag av vphl. § 12-5. Etter bestemmelsen kan Kredittilsynet helt eller delvis tilbakekalle tillatelse til å yte investeringstjenester dersom verdipapirforetaket:

1. ikke gjør bruk av tillatelsen innen tolv måneder, gir uttrykkelig avkall på tillatelsen eller har opphørt å yte investeringstjenester i mer enn seks måneder,
2. har fått tillatelsen ved hjelp av uriktige opplysninger eller andre uregelmessigheter, ikke lenger oppfyller de vilkår som ble stilt for tillatelsen, herunder kravene til ansvarlig kapital,
3. foretar alvorlige og systematiske overtredelser av bestemmelser gitt i eller i medhold av lov,
4. gjør seg skyldig i mislige forhold som gir grunn til å frykte at en fortsettelse av virksomheten kan skade allmenne interesser, eller
5. ikke etterkommer pålegg gitt i medhold av § 12-4.

Det fremgår av vphl. § 12-5 annet ledd at dersom tillatelsen til et foretak som driver virksomhet i en annen EØS-stat tilbakekalles, skal vedkommende myndighet i vertstaten underrettes.

Departementet kan etter vphl. § 8-2 gi verdipapirforetak tillatelse til å yte kreditt. Kompetanse til å tilbakekalle slik tillatelse er imidlertid ikke uttrykkelig regulert i loven.»

6.3.2 EØS-rett

MiFID regulerer myndighetenes adgang til å tilbakekalle tillatelse i artikkel 8. Bestemmelsen viderefører i hovedsak tilsvarende bestemmelser om tilbakekall i ISD artikkel 3 nr. 7. Utvalget har redegjort for innholdet i artikkel 8 på følgende måte (NOU 2006: 3 pkt. 3.3.1):

«MiFID art. 8 regulerer adgangen til å tilbakekalle verdipapirforetaks konsesjon. Den kompetente myndighet kan tilbakekalle konsesjonen dersom verdipapirforetaket:

- d) ikke tar i bruk autorisasjonen innen tolv måneder, uttrykkelig gir avkall på konsesjonen, eller ikke har tilbudt investeringstjenester eller utøvet investeringsaktiviteter de siste 6 måneder, med mindre den respektive medlemsstaten har regler om at konsesjonen faller bort i slike tilfeller;

- e) har tilegnet seg konsesjonen ved å oppgi falske opplysninger eller på annen irregulær måte;
- f) ikke lenger oppfyller vilkårene for at konsesjonen ble gitt, herunder vilkårene i henhold til direktiv 93/6/EF (dvs. kapitalkravene);
- g) alvorlig og systematisk overtrer bestemmelser gitt i henhold til dette direktivet vedrørende krav til verdipapirforetaks virksomhetsutøvelse;
- h) omfattes av tilfeller der nasjonal lovgivning gir grunn til tilbakekall, og som faller utenfor forhold regulert i direktivet.»

6.3.3 Utvalgets forslag

Utvalget har lagt til grunn at MiFID artikkel 8 i det vesentlige er en videreføring av ISD artikkel 3 nr. 7 som er gjennomført i gjeldende norsk rett ved verdipapirhandelloven § 12-5. Videre uttaler utvalget at det antar at verdipapirhandelloven § 12-5 er i samsvar med MiFID artikkel 8 og at denne bestemmelsen bør videreføres i utkastet og plasseres sammen med de øvrige bestemmelsene om tillatelse, jf. utkastet § 9-4 (NOU 2006: 3 pkt. 3.3.3):

«Det vises til at spørsmålet om tilbakekall står i naturlig sammenheng med vilkårene for å oppnå tillatelse, og at det derfor er naturlig at bestemmelsene fremgår i sammenheng.

Utvalget foreslår enkelte redaksjonelle endringer i tilbakekallsbestemmelsen for å tilnærme seg terminologien i børsloven gjeldende § 2-3. Endringene vil gjøre det klarere at Kredittilsynet ikke bare kan kalle tilbake en tillatelse, men også endre denne helt eller delvis, herunder sette nye vilkår. Utvalget antar at art. 8 ikke er i veien for å innføre en bestemmelse om automatisk bortfall av tillatelse ved hendelser som konkurs eller offentlig akkordforhandling, jf. gjeldende børslov § 2-3 første ledd. Utvalget antar imidlertid at det ikke er behov for en slik regel, jf. § 12-5 første ledd nr. 3.

All den tid konsesjonsmyndighetene etter gjeldende rett og forslaget til ny § 9-6 vil ha adgang til å gi tillatelse til å yte kreditt, antar utvalget at ny § 9-4 bør omfatte også denne tillatelsen, jf. formuleringen «og kreditt». Det vises til utredningen pkt. 10.5 for en generell vurdering av verdipapirforetaks adgang til å yte kreditt, herunder forslaget om å oppheve annet ledd annet punktum om tilbakebetaling innen 30 dager.

Utvalget presiserer at lovutkastet § 9-4 vil kunne gis tilsvarende anvendelse ved tilbakekall av regulert markeds tillatelse til å drive MHF. I første ledd i bestemmelsen heter det riktignok «verdipapirforetaket», men dette må tolkes utvidende i lys av lovutkastet § 9-5.»

6.3.4 Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet har enkelte merknader knyttet til tilbakekall av tillatelse:

«Utvalget foreslår en videreføring av adgangen til å tilbakekalle tillatelsen der «verdipapirforetaket ikke lenger oppfyller de vilkår som ble stilt for tillatelsen, herunder kravene til ansvarlig kapital».

Etter Kredittilsynets vurdering må art. 8 pkt. c) forstås slik at tillatelsen kan tilbakekalles dersom foretaket ikke lenger fyller de krav som regelverket stiller for å få konsesjon. En slik forståelse er også i samsvar med den, i denne sammenhengen klarere, formuleringen i art. 36 nr. 5 pkt c) (som gjelder for regulerte markeder). Kredittilsynet antar meningen er å anvende de samme hovedprinsipper under begge regelsettene. Det er imidlertid en kjensgjerning at direktivet beror på en rekke kompromisser mellom mange medlemsstater, der den indre sammenheng i begrepsbruk og formuleringer ikke nødvendigvis har vært like høyt prioritert.

Med formuleringen i utk. § 9-4 første ledd nr. 3

«..ikke lenger oppfyller de vilkår som ble stilt for tillatelsen,»

er det språklig sett mest nærliggende å tolke dette slik at tilbakekallsadgangen er begrenset til foretak som ikke oppfyller vilkår som særlig ble stilt for den konkrete konsesjonen, i motsetning til de vilkår regelverket setter for å få konsesjon. Selv om utk. er en videreføring av gjeldende

§ 12-4 første ledd nr. 3 vil Kredittilsynet likevel foreslå at formuleringen endres til mer likelydende med utk. børslov § 2-3 første ledd pkt. c):

«..ikke lenger oppfyller de vilkår som kreves for tillatelsen og de vilkår som ble stilt for tillatelsen.»

Dersom et foretak ikke kan dokumentere at vilkårene for konsesjon lenger foreligger, kan konsesjonen tilbakekalles. Kredittilsynet legger til grunn at det klare utgangspunktet er at konsesjonen da skal tilbakekalles, i alle fall dersom ikke forholdet raskt blir rettet.

Kredittilsynet foreslår at det i utk. § 9-5 legges inn en henvisning til at § 9-4 får tilsvarende anvendelse på MHF, fremfor å legge opp til (siste avsnitt under pkt. 3.3.3 side 68 første spalte) at «verdipapirforetak» i § 9-4 skal tolkes utvidende i lys av lovutkastet § 9-5. Kredittilsynet viser til at tilbakekall eller endring av en konsesjon på slike vilkår regelmessig er et inngripende tiltak som forutsetter en tilstrekkelig

klar hjemmel i lov. Kredittilsynet anser det ønskelig at § 9-5 selv er tilstrekkelig klar mht. tilbakekall. Kredittilsynet foreslår at utk. § 9-5 gis et annet ledd:

«Bestemmelsene om tilbakekall av tillatelse i § 9-4 får tilsvarende anvendelse for MHF.»

Advokatforeningen mener på sin side at det må vurderes hvor langt myndighetenes kompetanse i medhold av utkastet § 9-4 rekker:

«Det norske lovforslaget § 9-4 (1), som omhandler tilbakekall av tillatelse, har følgende ordlyd:

«Kredittilsynet kan helt eller delvis endre, herunder sette nye vilkår, eller tilbakekalle tillatelse til å yte investeringstjenester og kreditt dersom verdipapirforetaket:»

Direktivets artikkel 8, første ledd, lyder som følger:

Dansk:

«Den kompetente myndighed kan inddrage et investeringsselskabs tilladelse, hvis investeringsselskabet:»

Engelsk:

«The competent authority may withdraw the authorization issued to an investment firm where such an investment firm:»

Lovforslaget gir altså kontrollmyndigheten flere virkemidler enn Direktivet legger opp til. Det bør her påpekes at det ved slik «utvidelse» av sanksjonsmuligheter, som er mer enn en redaksjonell endring, må stilles samme vilkår som Direktivet oppstiller for å utøve en sanksjon.

Advokatforeningen er av den oppfatning at denne problemstillingen bør vurderes.»

Ingen av de øvrige høringsinstansene har merknader til utvalgets forslag.

6.3.5 Departementets vurdering

Departementet er enig med utvalget i at MiFIDs regler om tilbakekall av tillatelse bør gjennomføres i norsk rett, og at reglene bør plasseres sammen med de øvrige reglene om tillatelse. Departementet slutter seg til Kredittilsynets høringsuttalelse om virkeområdet. Det vises til lovforslaget § 9-4. Enkelte av bestemmelsene i § 9-4 første ledd (nr. 5 og 6) går lenger enn det som kreves etter MiFID artikkel 8. Det er imidlertid adgang til å innføre flere grunner for tilbakekall i nasjonal rett enn det som følger av direktivet, jf. MiFID artikkel 8 første ledd bokstav e).

Det må for øvrig anses åpenbart at direktivet ikke er til hinder for at Kredittilsynet velger å sette nye eller endrede vilkår for tillatelsen i de tilfeller hvor de lovbestemte vilkår om tilbakekall er oppfylt. Departementet kan ikke se at en presisering av denne adgangen i lovteksten innebærer en «utvidelse» av sanksjonsmulighetene i forhold til direktivet, slik Advokatforeningen synes å legge til grunn.

6.4 Godkjennelse av ledelsen

6.4.1 Norsk rett

Verdipapirhandelloven § 7-2 oppstiller som et av flere vilkår for tillatelse at ledelsen i verdipapirforetaket skal ha relevant erfaring fra markeder for finansielle instrumenter, jf. annet ledd. Ledelsen vil si den som faktisk leder virksomheten (det kan også dreie seg om flere personer), og den relevante erfaringen må være fra minst to av de siste fem årene før tiltredelse eller overtakelse av den faktiske daglige ledelse. Det gjelder også et vandelsskrav for daglig leder og eventuelle andre personer som rent faktisk leder virksomheten, jf. annet ledd annet punktum. Videre skal slike personer ha opptrådt i samsvar med god forretningsskikk under sitt virke i handelen med finansielle instrumenter.

I verdipapirhandelloven § 7-2 annet ledd er det fastsatt enkelte regler om at tillatelse kan nektes dersom tillatelsen skal gis til allmennaksjeselskap (og ikke kredittinstitusjon) og

1) et medlem av styre ikke oppfyller nødvendige krav til hederligandel og erfaring (§ 7-2 annet ledd nr. 2), eller

2) en aksjeeier med betydelig eierandel i selskapet ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket (§ 7-2 annet ledd nr. 3).

Utvalget har redegjort for øvrig gjeldende norsk rett på dette området i NOU 2006: 3 pkt. 3.4.2:

«I henhold til vphl. § 12-2 annet ledd annet punktum skal verdipapirforetak opplyse Kredittilsynet om skifte av ledere som nevnt i § 7-2 annet ledd. Det samme kravet stilles i tredje punktum ved endringer i sammensetningen av selskapets styre, med unntak for kredittinstitusjoner.

Det er i verdipapirhandelloven intet uttrykkelig vilkår at minst to personer forestår den faktiske ledelse av et verdipapirforetak. Slikt krav følger heller ikke av allmennaksjeloven, og det er ikke noe formelt til hinder for at allmennaksjeselskap kan bestå av bare en person som også er faktisk og daglig leder. På den annen side stiller vphl. § 9-1 krav til organiseringen av virksomheten. Beroende på hvilke investeringstjenester

som ytes, og verdipapirforetakets betydning for systemrisiko i verdipapirmarkedet, kan det være grunnlag for å kreve minst to ledere, og flere enn to ledere dersom foretaket opererer på flere virksomhetsområder.»

6.4.2 EØS-rett

MiFID har regler om krav til ledelsen av verdipapirforetaket, herunder om regulerte markeder som driver multilaterale handelsfasiliteter i artikkel 9. Multilaterale handelsfasiliteter er systemer som legger til rette for omsetning av finansielle instrumenter i tråd med systemets egne objektive regler og reglene i lovforslaget her. Reglene om krav til ledelsen av verdipapirforetaket omfatter krav om hederligandel og tilstrekkelig erfaring (nr. 1), krav om at foretaket må melde fra til myndighetene ved skifte av ledelse (nr. 2), nærmere regler om at myndighetene skal nekte tillatelse (nr. 3), og et krav om at den faktiske ledelse som hovedregel skal forestås av minst to personer (4). Utvalget har redegjort for det nærmere innholdet i disse bestemmelsene (NOU 2006: 3 pkt. 3.4.1):

«Medlemsstatene skal etter MiFID art. 9 nr. 1 første ledd ha regler om at de personer som faktisk leder («effectively direct») virksomheten i et verdipapirforetak har ført en hederligandel og tilfredsstillende erfaring til å sikre god og fornuftig («sound and prudent») ledelse av foretaket.

Det er i følge art. 9 nr. 1 annet ledd ikke nødvendig å egnethetsvurdere de personer som faktisk skal lede en MHF, forutsatt at disse forestår den faktiske ledelsen av et regulert marked som søker tillatelse om å drive MHF, jf. art. 37.

Etter art. 9 nr. 2 skal medlemsstatene pålegge verdipapirforetakene å underrette den kompetente myndighet om enhver forandring i ledelsen. Underrettelsen skal omfatte all nødvendig informasjon for å vurdere om de nye personene er egnet.

Det følger videre av art. 9 nr. 3 at den kompetente myndighet skal nekte konsesjon dersom den ikke finner at personene som faktisk skal lede verdipapirforetaket oppfyller vilkårene i art. 9 nr. 1, eventuelt at det foreligger objektive og påviselige («objective and demonstrable») grunner til å anta at en endring i ledelsen medfører en klar risiko for virksomhetsstyringen.

Etter art. 9 nr. 4 første ledd skal medlemsstatene stille krav om at ledelsen («the management») i et verdipapirforetak består av minst to personer som oppfyller kravene i art. 9 nr. 1. Etter bestemmelsens annet ledd kan imidlertid medlemsstatene gjøre unntak fra hovedregelen

om minst to personer i ledelsen, slik at det vil kunne gis tillatelse til verdipapirforetak som kun ledes av én person som oppfyller kravene etter art. 9 nr. 1. Unntaket omfatter verdipapirforetak som er fysiske personer samt foretak med kun én leder, forutsatt at foretakets vedtekter og nasjonal rett tillater at foretaket kun har én leder. Konesjon til verdipapirforetak som kun ledes av én person forutsetter som nevnt imidlertid at foretaket har truffet alternative foranstaltninger som sikrer at hensynet til god og fornuftig ledelse er ivaretatt.»

6.4.3 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår at MiFID artikkel 9 gjennomføres i utkastet § 9-9.

Utkastet § 9-9 er på enkelte punkter en videreføring av gjeldende verdipapirhandellov § 7-2 og § 12-2, men utvalget har foreslått enkelte endringer som følge av MiFID. Utvalget foreslår blant annet at virksomheten som hovedregel skal ledes av minimum to personer, jf. utkastet § 9-9 annet ledd første punktum. Det følger av annet punktum at Kredittilsynet kan gjøre unntak fra dette kravet (NOU 2006: 3 pkt. 3.4.3):

«Utvalget antar at det særlig vil kunne bli aktuelt å dispensere fra kravet der verdipapirforetak kun yter investeringsrådgivning. Det bemerkes at verdipapirforetak med bare en faktisk leder må treffe alternative foranstaltninger som sikrer at hensynet til god og fornuftig ledelse ivaretas. Om nødvendig må Kredittilsynet kunne gi pålegg om retting der slike tiltak ikke har blitt truffet. Det vises til kapittel 2 for en nærmere omtale av spørsmålet om begrensning av lovens rekkevidde for visse verdipapirforetak.»

Utkastet § 9-9 første ledd gjelder for styremedlemmer, daglig leder, samt for personer som faktisk leder virksomheten. Disse personene må oppfylle det foreslåtte kravet til relevante kvalifikasjoner og yrkeserfaring og hederligandel. Utvalget har også foreslått et krav om at de ikke må ha utvist utilbørlig atferd som gir grunn til å tro at stillingen eller vervet ikke vil kunne ivaretas på en forsvarlig måte. Bestemmelsen tar sikte på å gjennomføre MiFID artikkel 9 nr. 1.

Utvalget foreslår at gjeldende verdipapirhandellov § 12-2 annet ledd annet punktum om opplysningsplikt overfor Kredittilsynet ved skifte av ledelse i hovedsak videreføres. I forhold til gjeldende rett foreslår utvalget bestemmelsen supplert slik at opplysningsplikten også omfatter forhold som er relevante for å kunne vurdere om personen oppfyller egnethetskravene slik de er foreslått i utkastet § 9-9 første ledd. Videre foreslår

utvalget å videreføre gjeldende § 12-2 annet ledd siste punktum slik den er. Bestemmelsen gjelder opplysningsplikt ved endringer i sammensetningen av selskapets styre for verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjon. Det vises til utkastet § 9-9 tredje ledd siste punktum.

For å kunne fastsette nærmere regler om krav til personer som leder verdipapirforetak, har utvalget foreslått en forskriftshjemmel i utkastet § 9-9 fjerde ledd. Forskriftskompetansen er i utkastet foreslått lagt til departementet.

6.4.4 Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet gir uttrykk for at kravene til ledelsen ikke bør lempes i forhold til gjeldende norsk rett:

«I utk. § 9-9 foreslår utvalget at styremedlemmer, daglig leder og andre som faktisk deltar i ledelsen skal ha relevante kvalifikasjoner og yrkeserfaring. Kredittilsynet forutsetter at de noe mer generelle og fleksible kravene til faktiske ledere ikke innebærer at kravene til ledere skal stilles lavere enn i gjeldende lov. Dette synes også å være utvalgets vurdering, jf. utvalgets uttalelse under pkt. 2.8.11 (s. 55 annen spalte) om rådgivere:

«Investeringsrådgivning stiller store krav til tjenesteyter, både med hensyn til profesjonalitet i de råd som gis (herunder opplysninger om tilknyttet risiko) og med hensyn til å unngå (mulige) interessekonflikter i forhold til kunden.»

Dette vil også gjøre seg særlig gjeldende overfor massemarkedet der mange kunder ikke selv følger med i markedene, eller der det gis råd om å plassere midler i sammensatte og kompliserte produkter med forholdsvis lang levetid, ofte også kombinert med store kostnader ved å innløse eller selge seg ut før utløpstiden.

Ofte er rådgiverens inntekter basert på provisjon av de produkter denne får kunden til å plassere midler i. Provisjonene for de ulike produkter kan variere fra 0,1 % til over 7 % av tegnet volum. I betydelig grad er også den enkelte ansattes egen inntekt helt eller delvis avledet av den provisjon denne får inn for foretaket. Dette etablerer interessekonflikter som kan være krevende å håndtere. Kravene til forståelse for mellommannsrollen og en dypere kjennskap til de ulike produktene og risikoen knyttet til disse, og evnen til å sette seg inn i de ulike kundenes behov og interesser, underbygger derfor strenge krav til ledelsen av alle verdipapirforetak. I tillegg må rådgiveren ha evnen til å følge med i markedet, og i utviklingen av nye produkter.»

Norsk Kraftforvalterforening (NKFF) ber om at det presiseres i utkastet § 9-9 at kravet til kvalifika-

sjoner og yrkeserfaring skal være relatert til den virksomhet som faktisk skal drives (under henvisning til at virksomhet knyttet til kraftbransjen som underlegges konsesjonsplikt i henhold til utkastet normalt ikke vil drives av personer med bakgrunn fra tradisjonelle verdipapirforetak).

Norsk Venturekapitalforening har følgende merknader knyttet til utvalgets utkast på dette punktet:

«Dersom rådgivningsselskapene underlegges konsesjonsplikt som verdipapirforetak vil selskapets faktiske ledere samt styrets medlemmer underlegges vandels- og egnethetsprøving i henhold til kravene i vphl. § 7-2.

Norsk Venture er kjent med at Kredittilsynet i dag håndhever en svært streng praksis i forhold til vphl. § 7-2 og godkjenning av faktiske ledere av verdipapirforetakene. I realiteten innebærer denne praksis at dersom faktisk leder av virksomheten ikke kan vise til minimum to års arbeidserfaring fra verdipapirforetak i løpet av de siste fem år før søknad sendes, vil vedkommende ikke bli vurdert egnet til å lede virksomheten med mindre enten vedkommende selv, eller andre medlemmer av selskapets ledelse, har bestått fondsmeglereksamen, gjennomført studium som Autorisert Finansanalytiker (AFA) eller på annen måte kan dokumentere kjennskap til rammelovgivningen for verdipapirforetak.

Det er etter Norsk Ventures oppfatning helt sentralt at en praksis som beskrevet ikke videreføres i forhold til de egnethetsvurderinger som vil måtte foretas av ledelsen i rådgivningsselskapene ved søknad om konsesjon som verdipapirforetak, dersom ikke reguleringen skal umuliggjøre en videreføring av private equity-fondenes forretningsmodell. Det avgjørende kriterium i forhold til vurderingen av om ledelsen har relevant erfaring, må etter vårt syn være hvorvidt de faktiske ledere av virksomheten har relevant erfaring fra den aktuelle type rådgivningsaktivitet som rådgivningsselskapet skal utføre, og som nå vil bli konsesjonspliktig.

Vi peker i denne sammenheng også på at det ikke bør legges hindringer for at såkornsfond og – rådgivningsmiljøer skal kunne opprettes utenfor Oslo. Det antas at de fleste personer med den kompetanse og erfaring som er beskrevet ovenfor i dag er bosatt og driver virksomhet i Oslo-regionen.»

Ingen av de øvrige høringsinstansene har merknader til utvalgets forslag.

6.4.5 Departementets vurdering

Departementet viser til at krav til ledelsen når det gjelder erfaring, kvalifikasjoner ogandel er vik-

tige for å sikre at verdipapirforetakets virksomhet ledes av personer som har tilstrekkelig kompetanse og forretningsmoral innenfor det aktuelle området.

Gjeldende regler om krav til og godkjenning av ledelsen i verdipapirforetaket må utvides og omformuleres for at norsk rett skal kunne sies å være i samsvar med MiFID. Departementet er derfor enig med utvalget i at den sentrale bestemmelsen knyttet til kvalifikasjoner, erfaring ogandel for verdipapirforetakets styremedlemmer, daglige leder og andre som faktisk deltar i ledelsen av foretaket, utformes mer generelt enn etter gjeldende rett. Departementet foreslår i likhet med utvalget at disse personene skal ha *relevante* kvalifikasjoner og yrkeserfaring, i tillegg til at de skal ha ført en hederligandel. De nærmere kvalifikasjonskravene vil kunne fastsettes i forskrift, jf. nedenfor. Når det gjelder anførselen fra Norsk Kraftforvalterforening, vises det til omtale av tillatelsens omfang ovenfor i punkt 4.5.

MiFIDs krav om at verdipapirforetaket skal ledes av minst to personer foreslås gjennomført i lovforslaget § 9-9 annet ledd første punktum. Det følger av lovforslaget at det er den *faktiske* ledelsen som er avgjørende. Departementet foreslår også at det skal være adgang for Kredittilsynet til å gjøre unntak fra dette kravet, jf. lovforslaget § 9-9 annet ledd annet punktum. Denne adgangen til – i forskrift eller ved enkeltvedtak – å gjøre unntak fra hovedregelen om at foretaket skal ledes av minst to personer, vil måtte oppfylle de nærmere vilkår for at slikt unntak kan gis i direktivets artikkel 9 nr. 4 annet avsnitt. Etter departementets syn er det ikke nødvendig å lovfeste denne begrensningen i forskriftkompetansen.

Departementet er enig med utvalget i at det vil være hensiktsmessig å samle reglene om henholdsvis kravene til ledelsen og foretakets opplysningsplikt overfor Kredittilsynet i en bestemmelse. I likhet med utvalget foreslår departementet at verdipapirforetaket skal opplyse om skifte av ledere til Kredittilsynet. Opplysningsplikten omfatter også opplysninger som er relevante for å vurdere om vilkårene knyttet til erfaring, yrkeskvalifikasjoner ogandel er oppfylt. Opplysningsplikten gjelder tilsvarende ved endringer i verdipapirforetakets styre, når verdipapirforetaket ikke er en kredittinstitusjon.

Utvalget har også foreslått en forskriftshjemmel som åpner for at departementet kan fastsette nærmere regler om krav til personer som leder verdipapirforetak. Departementet slutter seg til dette, jf. lovforslaget § 9-9 fjerde ledd.

6.5 Aksjonærer med betydelig eierandel – eierkontroll

6.5.1 Norsk rett

Verdipapirhandellovens regler som angår aksjonærer med betydelig eierandel og eierkontroll er spredt i ulike bestemmelser. Verdipapirhandelloven § 7-2 tredje ledd nr. 3 fastsetter at tillatelse kan nektes der en aksjeeier med en betydelig eierandel ikke anses skikket. Bestemmelsen gjelder allmennaksjeselskaper.

Det er videre i § 7-3 tredje ledd enkelte nærmere regler om at tillatelse bare kan gis etter samråd med myndighetene i andre EØS-stater. Denne bestemmelsen gjelder når foretaket som søker om tillatelse til å yte investeringstjenester er et datterselskap av et foretak hjemmehørende i et annet EØS-land, eller eid av de samme fysiske eller juridiske personene som kontrollerer et verdipapirforetak i et annet EØS-land.

De norske bestemmelsene om eierkontroll følger av verdipapirhandelloven § 7-4 med tilhørende forskrift. Bestemmelsene er nærmere omtalt av utvalget i NOU 2006: 3 pkt. 3.5.2:

«Nærmere regler om endringer i et verdipapirforetaks eierstruktur finnes i vphl. § 7-4 og forskrift av 9. juli 2003 nr. 954. Reglene gjelder for verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjoner. Det fremgår av vphl. § 7-4 fjerde ledd at kravet om forutgående konsultasjon med myndighetene i vedkommende EØS-stat etter § 7-3 tredje ledd skal gjelde tilsvarende ved melding om erverv av eierandel etter § 7-4, dersom ervervet medfører at verdipapirforetaket blir erververens datterforetak eller kontrollert av vedkommende. Fristene fastsatt i § 7-4 gjelder i slike tilfeller ikke, jf. under.

Det fremgår av vphl. § 7-4 første ledd at erverv av betydelig eierandel i verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjon bare kan gjennomføres etter at melding om dette på forhånd er sendt til Kredittilsynet. Vphl. § 1-3 tredje ledd, jf. nevnte forskrift, definerer hva som menes med «betydelig eierandel», jf. under. For erverv av kredittinstitusjoner gjelder egne eierbegrensningsregler i finansieringsvirksomhetsloven §§ 2-2 og 2-3. Kredittilsynsloven § 3a (revisors rapporteringsplikt) annet ledd annet punktum definerer «nære forbindelser» som følger:

«Med «nære forbindelser» menes en situasjon der to eller flere fysiske eller juridiske personer som er knyttet til hverandre ved

1. kapitalinteresse, dvs. ved å ha eller kontrollere minst 20 pst. av et foretaks stemmeretter eller kapital, eller

2. kontroll, dvs. ved en forbindelse mellom et hovedforetak og et underforetak eller ved en tilsvarende forbindelse mellom enhver fysisk eller juridisk person og et foretak. Kontroll ansees som hovedregel å foreligge der personer eller foretak eier eller kontrollerer minst 20 pst. av aksjene eller stemmene i institusjonen, og der institusjonen eier eller kontrollerer minst 20 pst. av aksjene eller stemmene i et foretak, eller der foretak inngår i samme konsern som institusjonen. Ethvert underforetak av et underforetak anses også som datterforetak av hovedforetaket som står i spissen for foretakene. En situasjon der to eller flere fysiske eller juridiske personer er varig knyttet til en person ved kontroll, anses også som en nær forbindelse mellom slike personer. Departementet kan gi nærmere regler om hva som skal regnes som nære forbindelser.»

Definisjonen er i det vesentligste lik definisjonen av «close links» i MiFID art. 4 nr. 1 pkt. 31.

Etter vphl. § 7-4 annet ledd skal melding til Kredittilsynet også foreligge før økning av betydelig eierandel som medfører at vedkommendes andel av aksjekapitalen eller stemmene når opp til, eller overstiger, 20 %, 33 % eller 50 %. Tilsvarende melding skal gis ved avhendelse som medfører at eierandelens størrelse kommer under grensene som nevnt i første og annet ledd, jf. sjette ledd.

Med «betydelig eierandel» menes i de ovennevnte bestemmelser direkte eller indirekte eierandel som representerer minst 10 prosent av aksjekapitalen eller stemmene, jf. vphl. § 1-3 tredje ledd nr. 3. Likt med denne aksjeeiers egne aksjer regnes også aksjer som eies av aksjeeieres nærstående.

Etter vphl. § 7-4 tredje ledd skal Kredittilsynet innen tre måneder fra den dag melding, som nevnt i første og annet ledd, er mottatt, nekte slikt erverv dersom vedkommende aksjeeier ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av verdipapirforetaket. Kredittilsynet kan sette frister for gjennomføring av erverv.

Det fremgår av vphl. § 7-4 siste ledd at Kredittilsynet gir nærmere regler om verdipapirforetakenes plikt til å gi melding om foretakets aksjeeiere som nevnt i denne paragraf. De nærmere reglene om verdipapirforetaks meldepplikt er fastsatt i forskrift av 9. juli 2003 nr. 954.»

For øvrig er Kredittilsynets kompetanse til å gi pålegg til verdipapirforetaket hjemlet i verdipapirhandelloven § 12-4. Bestemmelsens fjerde ledd regulerer det forhold at aksjeeiere med betydelig

eierandel ikke anses skikket og at en aksjeeier ikke har meldt fra til Kredittilsynet om erverv som omfattes av § 7-4 og at en aksjeeier erverver aksjer i strid med Kredittilsynets vedtak i medhold av § 7-4 tredje ledd, jf. omtale ovenfor. Kredittilsynet kan da gi pålegg om at stemmerettighetene knyttet til aksjene ikke kan utøves.

6.5.2 EØS-rett

MiFIDs regler om aksjonærer med betydelig eierandel og eierkontroll (artikkel 10) er nærmere omtalt av utvalget i NOU 2006: 3 pkt. 3.5.1:

«MiFID art. 10 er i utgangspunktet en videreføring av ISD art. 3 og 4. Det fremgår av art. 10 nr. 1 at de kompetente myndigheter ikke skal gi konsesjon til å yte investeringstjenester før det gis opplysninger om identiteten til de personer som enten direkte eller indirekte innehar betydelig eierandel i foretaket. Det skal også gis opplysninger om eierandelens størrelse.

Med betydelig eierandel menes enhver direkte eller indirekte eierandel som representerer 10 prosent eller mer av kapitalen, eller stemmene som definert i direktiv 2001/34/EF art. 92, eller som for øvrig gir adgang til å utøve en vesentlig innflytelse i ledelsen av verdipapirforetaket, jf. art. 4 nr. 1 pkt. 27. Direktiv 2001/34/EF art. 92 oppheves med direktiv 2004/109/34 (transparency) art. 32 nr. 5, jf. art. 10 i sistnevnte direktiv.

Det følger av art. 10 nr. 1 annet ledd at de kompetente myndigheter skal nekte å gi konsesjon hvis de på bakgrunn av hensynet til å sikre god og fornuftig ledelse av verdipapirforetaket, finner at aksjonærene ikke er egnet til å inneha betydelige eierandeler.

MiFID art. 10 nr. 1 tredje ledd fastslår videre at dersom det eksisterer nære forbindelser («close links») mellom et verdipapirforetak og andre fysiske eller juridiske personer, skal de kompetente myndigheter kun gi konsesjon dersom forbindelsene ikke forhindrer en effektiv utøvelse av tilsynsoppgavene til den kompetente myndighet. Nære forbindelser er definert i art. 4 nr. 1 pkt. 31.

Art. 10 nr. 2 bestemmer at de kompetente myndigheter også skal nekte å gi konsesjon dersom et tredjelands lover, forskrifter eller administrative bestemmelser som gjelder for en eller flere fysiske eller juridiske personer, som har nære forbindelser til verdipapirforetaket, forhindrer effektiv utøvelse av tilsynsoppgaver. Det samme gjelder dersom det i slike tredjeland er vanskeligheter knyttet til håndhevelsen av regelverket.

Etter art. 10 nr. 3 første ledd skal medlemsstatene kreve at fysisk og juridisk person som

ønsker å erverve eller avhende, direkte eller indirekte, en betydelig eierandel i et verdipapirforetak, først gir melding om den planlagte transaksjonen (herunder «the resulting holding») til den kompetente myndigheten. Slike personer skal tilsvarende pålegges å gi melding til den kompetente myndigheten dersom de ønsker å redusere eller øke sin betydelige eierandel, og resultatet av ervervet/avhendelsen er at andelen av stemmeberettigede aksjer eller aksjekapitalen som de besitter når opp til, overstiger, reduseres til (se kommentar like nedenfor) eller kommer under 20 %, 33 % eller 50 %, eller verdipapirforetaket som følge av transaksjonen vil bli eller opphører å være deres datterselskap.

Etter art. 10 nr. 3 annet ledd skal de kompetente myndigheter uten hensyn til art. 10 nr. 4 ha opp til tre måneder fra melding er gitt om en planlagt transaksjon etter art. 10 nr. 3 første ledd, til å nekte at transaksjonen blir gjennomført. En slik nektelse skal baseres på en egnethetsvurdering sett hen til behovet for å sikre en god og fornuftig ledelse av verdipapirforetaket. De kompetente myndigheter kan også sette en frist for gjennomføring av meldte planer om kjøp.

Det fremgår av art. 10 nr. 4 at dersom erverver av eierandel som nevnt i art. 10 nr. 3 er et verdipapirforetak, en kredittinstitusjon, et forsikringsselskap eller et forvaltningsselskap for UCITS-fond med konsesjon i en annen medlemsstat, morselskap til ovennevnte, eller person som innehar kontrollerende eierandel i en slik enhet, og verdipapirforetaket som følge av ervervet blir datterselskap av erververen, eller erververen som følge av ervervet vil få en kontrollerende eierandel, skal søknad om godkjenning av ervervet være gjenstand for forutgående konsultasjon i henhold til art. 60. I slike tilfeller gjelder ikke fristen på tre måneder, jf. art. 10 nr. 3, annet ledd.

Etter art. 10 nr. 5 første ledd skal medlemsstatene pålegge verdipapirforetak å melde fra til den kompetente myndigheten dersom de blir oppmerksomme på erverv eller avhendelse av eierandeler i verdipapirforetaket som medfører at en eiers andel når opp på, overskrider eller kommer under eierandelsgrensene i art. 10 nr. 3 på henholdsvis 20 %, 33 % og 50 %.

Etter art. 10 nr. 5 annet ledd stilles det krav om at verdipapirforetak minst en gang i året skal informere den kompetente myndigheten om navnene på aksjonærer med betydelig eierandel, og størrelsen på slike eierandeler. Direktivet gir som eksempel på informasjon som godtas: informasjon mottatt på generalforsamling, eller informasjon som er avgitt etter regler om flagging av eierandeler opptatt til notering på et regulert marked.

Det fremgår av art. 10 nr. 6 første ledd at dersom personer som innehar betydelig eierandel, jf. art. 10 nr. 1 første ledd, utøver innflytelse på virksomheten, som det er sannsynlig at vil kunne være til skade for en god og fornuftig ledelse av verdipapirforetaket, skal de kompetente myndigheter treffe de tiltak som anses nødvendige for å bringe situasjonen til opphør. Slike tiltak kan etter art. 10 nr. 6 annet ledd bestå av rettslige skritt og/eller innføring av sanksjoner overfor styremedlemmer og den ansvarlige ledelse, eller suspensjon av stemmerettighetene tilknyttet aksjene til de aksjonærer det gjelder. Tilsvarende tiltak skal etter art. 10 nr. 6 tredje ledd treffes overfor personer som ikke overholder kravet om forutgående melding ved erverv eller økning av betydelig eierandel. Dersom ervervet er gjennomført til tross for at de kompetente myndigheter har motsatt seg dette, skal de kompetente myndigheter, uavhengig av hvilke andre sanksjoner som iverksettes, enten suspendere retten til å utøve stemmerett for aksjene, sørge for at stemmeavgivelse for aksjene annulleres, eller sørge for at avgitte stemmer kan annulleres.»

6.5.3 Utvalgets forslag

Utvalget har vurdert den lovmessige strukturen for regler om aksjeeiere med betydelig eierandeler og eierkontroll. Utvalget mener at dagens regulering, med hovedregler i lov og detaljregler i forskrift bør videreføres. I den forbindelse legger utvalget til grunn at gjeldende forskrift om eierkontroll kan videreføres inntil videre. Utvalget foreslår videre en egen bestemmelse om aksjeeierstruktur i utkastet § 9-10, samt at definisjonen av «betydelig eierandel» videreføres i ukastet § 2-3 tredje ledd. Utvalget uttaler for øvrig (NOU 2006: 3 pkt. 3.5.3):

«Lovutkastet § 9-10 første ledd lyder:

«Eier av betydelig eierandeler i verdipapirforetak skal være egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket.»

Bestemmelsen gjennomfører hovedprinsippet i art. 10. I den grad det under søknadsprosessen må antas at en betydelig eier ikke tilfredsstiller vilkåret om god og fornuftig forvaltning av foretaket, kan tillatelse til å yte investeringstjenester nektes, jf. lovutkastet § 9-8 annet ledd nr. 3 som viderefører gjeldende § 7-2 annet ledd nr. 3.

Etter gjeldende rett kan Kredittilsynet på visse vilkår gi pålegg om at stemmerettigheter ikke kan benyttes, jf. § 12-4 fjerde ledd:

«Dersom en aksjeeier med betydelig eierandel ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket, eller en aksjeeier ikke

har gitt melding til Kredittilsynet etter § 7-4 første eller annet ledd, eller erverver aksjer i strid med Kredittilsynets vedtak etter § 7-4 tredje ledd, kan Kredittilsynet gi pålegg om at stemmerettighetene knyttet til aksjene ikke kan utøves.»

Utvalget antar at bestemmelsen bør videreføres, likevel slik at Kredittilsynet også bør kunne ha adgang til å gi pålegg om avhendelse. Etter MiFID art. 10 nr. 6 skal tilsynsmyndigheten kunne treffe «appropriate measures» som rimeligvis vil omfatte et pålegg om salg. Det vises til utredningen pkt. 9.7.3.

I lovutkastet § 9-10 annet ledd er det inntatt en presisering om at erververen skal gi melding til Kredittilsynet. For øvrig er bestemmelsen i samsvar med gjeldende § 7-4 første ledd. All den tid det finnes egne eierbegrensningsregler for kredittinstitusjoner antar utvalget at vilkåret «som ikke er kredittinstitusjon» bør beholdes.

Det er i tredje ledd i lovutkastet § 9-10 inntatt en presisering om at melding også skal «sendes» før det finner sted en økning av eierandel som medfører at vedkommendes andel av aksjekapitalen eller stemmene når opp til, eller overstiger, 20, 33 eller 50 prosent. Gjeldende bestemmelse benytter «foreligge», jf. § 7-4 annet ledd. Utvalget antar at «sendes» er et tydeligere begrep. Det presiseres at ervervet bare kan gjennomføres i den grad Kredittilsynet ikke nekter ervervet, jf. forslaget til fjerde ledd og dagens § 7-4 tredje ledd. Ervervet kan bare nektes dersom erververen ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av verdipapirforetaket. I tillegg foreslår utvalget at «betydelig» tas ut av § 9-10 tredje ledd (dagens § 7-4 annet ledd). Vilkåret er her overflødig. For øvrig foreslår utvalget å videreføre dagens bestemmelse, herunder tremåneders kravet.

I MiFID art. 10 nr. 4 er det gitt regler om erverv av betydelig eierandel av visse foretak fra andre EØS-land. Den nasjonale tilsynsmyndigheten skal i slike tilfeller konsultere det andre EØS-landets myndigheter før tillatelse til erverv kan gis. Utvalget foreslår at bestemmelsen gjennomføres i ny § 9-10 femte ledd som følger:

«Dersom erververen av en betydelig eierandel i verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjon, er verdipapirforetak, kredittinstitusjon, forsikringsselskap eller forvaltningsselskap for verdipapirfond fra annet EØS-land, og verdipapirforetaket som følge av ervervet vil bli vedkommendes datterforetak, kan tillatelse bare gis etter samråd med tilsynsmyndighetene i vedkommende EØS-land. Første punktum gjelder tilsvarende for erverv foretatt av personer som kontrollerer nevnte type foretak. Fristen

etter denne paragrafs fjerde ledd gjelder ikke i slike tilfeller.»

Dagens vphl. § 7-4 fjerde ledd inneholder en lignende regel, men utvalget antar at det er enklere med en bestemmelse der det ikke henvises til en annen paragraf.

Utvalget foreslår at Kredittilsynets kompetanse til å sette frister for erverv i dagens § 7-4 femte ledd, videreføres i form av § 9-10 sjette ledd. I syvende ledd er det foreslått å innføre gjeldende § 7-4 sjette ledd. Det bør i bestemmelsen presiseres at melding skal gis av «avhenderen».

Verdipapirforetakenes meldeplikt vedrørende aksjonærstrukturen er pr. i dag ikke nedfelt i verdipapirhandelloven, men i stedet gjennomført i forskrift. Utvalget foreslår at gjeldende rett på dette punktet videreføres. Det nærmere krav til innholdet i slik melding foreslås fortsatt regulert gjennom forskrift fastsatt av Kredittilsynet, jf. vphl. ny § 9-10 åttende ledd.

Hva som er å betrakte som «direkte eller indirekte besittelse» av betydelig eierandel skal etter MiFID art. 10 fastlegges på samme måte som beregningen av betydelig eierandeler etter direktiv 2004/109/EF (transparency). Utvalget legger til grunn at gjeldende § 1-3 tredje ledd vil være en tilstrekkelig gjennomføring av direktivet på dette punktet, jf. lovutkastet § 2-3.

Når det gjelder MiFIDs regler om «close links» i art. 10 nr. 1 tredje ledd og nr. 2, antar utvalget at en generell hjemmel til å nekte tillatelse der det foreligger forhold som vil kunne forhindre et effektivt og betryggende tilsyn er tilstrekkelig. Forslag til slik bestemmelse følger av § 9-1 annet ledd. Alternativet til en slik tilnærming ville vært å gjennomføre en bestemmelse som tilsvarer kredittilsynsloven § 3a annet ledd annet punktum. Utvalget antar at det er mer hensiktsmessig med en generell hjemmel for å nekte tillatelse.

MiFID art. 10 nr. 5 annet ledd er oppfylt, jf. verdipapirforetakenes løpende rapportering til Kredittilsynet og innsynsretten i norske aksjeeierregistre.»

6.5.4 Høringsinstansenes merknader

Norges Bank støtter utvalgets forslag om at Kredittilsynet skal kunne pålegge avhendelse av aksjer dersom eier anses uskikket.

Advokatforeningen uttaler at direktivets regler om at også verdipapirforetaket har en rapporteringsplikt ved endringer i aksjeeierstrukturen ikke følger av utvalgets utkast:

«Det følger av Direktivets artikkel 10 punkt 3 at enhver som påtenker å erverve (indirekte eller direkte) en betydelig andel av et verdipapirforetak, skal melde fra til kompetent myndighet. Tilsvarende skal påtenkte erverv som medfø-

rer at en aksjeeiers eierandel vil overstige 20 %, 33 % eller 50 % eller opphører å overstige de nevnte prosentsatsene etter gjennomføring.

Direktivets artikkel 10 punkt 5 pålegger verdipapirforetaket den samme meldeplikten dersom det får kjennskap til endringene. Melding skal sendes uten opphold.

Lovforslagets § 9-10 er ikke bygget opp på samme måte som Direktivet. Det kommer etter vår mening ikke klart nok til uttrykk at også selskapet har en meldeplikt. Videre tas ikke indirekte erverv opp.

Videre må det være slik at egenkapitalendringer som gjennomføres med konsekvenser for aksjeeiernes andeler, skal meldes hvis utslagene er store nok i forhold til prosentsatsene som nevnt. Det kan for eksempel tenkes et selskaps erverv av egne aksjer og påfølgende amortisering av disse. I så tilfelle vil de øvrige aksjeeierne få en høyere andel.

Advokatforeningen antar disse forholdene kan tas opp både i forskrift og ved tilpasning av lovforslaget. »

Kredittilsynet uttaler:

«Kredittilsynet er generelt enig i de vurderinger utvalget har gjort under punkt 3.5. Kredittilsynet legger til grunn at tremånedersfristen for tilsynsmyndighetenes adgang til å nekte et erverv ikke begynner sitt løp før erververen har sendt inn alle nødvendige opplysninger for å vurdere erververens egnethet.

Etter Kredittilsynets vurdering må nektelsesadgangen også omfatte tilfeller der organiseringen av eierforholdene i seg selv etablerer en potensielt så vanskelig tilgjengelig eller kontrollerbar eierstruktur at dette i seg selv gjør eieren uegnet som eier. I slike tilfelle bør Kredittilsynet kunne nekte å godta eieren, selv om denne på dette tidspunkt er i stand til å påvise at de konkrete eierne er egnede. Slik Kredittilsynet forstår art. 10 nr. 1 annet ledd kan det innfortolkes en slik praksis i vilkåret om

«...are not satisfied as to the suitability of the shareholders or members that have qualifying holdings.»,

ved at det i direktivet legges en bevisbyrde på eierne mht. å overbevise tilsynsmyndighetene om at eierne og eierstrukturen er forsvarlig.

Frem til i dag har slike saker blitt løst ved at det er stillet vilkår som er antatt å ivareta de tilsyns- og kontrollhensyn bestemmelsen skal ivareta. Det er imidlertid neppe mulig fullt ut å «gjerde inn» problemstillingen med spesifikke vilkår. Et moment her er også opplysninger i pressen om at kriminelle miljøer søker å få kontroll over institusjoner i finans- og verdipapirmarkedet, blant annet for å hvitvaske midler. Det kan derfor ventes et større press mot denne typen problemstillinger.

Behovet for en slik hjemmel kan illustreres ved en konsesjonssak Kredittilsynet har hatt til behandling. Eierstrukturen i verdipapirforetaket var slik at en indirekte eier av ca. 44 % av verdipapirforetaket eide dette gjennom en sammenhengende rekke av 6 selskaper der stiftelser eide aksjene i selskap 2, som eide alle aksjene i selskap 3, etc. Stiftelser og selskaper var hjemmehørende i fire ulike jurisdiksjoner (Norge, Nederland, Luxembourg og Bahamas). I tillegg eide de kontrollerende personene i denne indirekte eieren, indirekte og gjennom ytterligere et annet (norsk) foretak, ytterligere 25 % av verdipapirforetaket. I denne konkrete saken stilte Kredittilsynet vilkår om at styret i alle selskapene måtte erklære at selskapene ville innrette seg etter bestemmelsene i vphl. § 7-4, jf. § 1-3. Dette ble akseptert av foretaket og de aktuelle selskapene/stiftelsene.

Etter Kredittilsynets syn vil det være en fordel dersom forarbeidene presiserer begrepet «betydelig eierandel» i forhold til indirekte eiere. Under den gjeldende verdipapirhandelloven har Kredittilsynet i sin praksis lagt til grunn at for eksempel en 40 % eierandel i et selskap A som eier 25 % av aksjene i et verdipapirforetak B vil være en betydelig eier (dvs. $40/100 \times 25/100 = 1/10$) i relasjon til gjeldende vphl. § 7-4, jf. § 1-3 tredje ledd. Det har av enkelte vært hevdet at begrepet «betydelig eier» innebærer at en indirekte eier må ha mer enn 50 % av aksjene i selskap A, eller denne indirekte eieren må på annen måte kunne utøve betydelig innflytelse over forvaltningen av A. En slik forståelse vil i betydelig grad svekke effektiviteten av eierskapskontrollen. Satt på spissen kan en tenke seg at tre uegnede eiere a-c hver eier 1/3 av aksjene i selskap A, som igjen eier alle aksjene i verdipapirforetak B. Ingen av a-c kan da nektes som eiere. I et annet tilfelle er det kanskje bare en av eierne a-c som er uegnet, men hvis de to andre eierne er passive uten at dette er synlig for Kredittilsynet vil vedkommende ikke kunne nektes som eier. Etter Kredittilsynets vurdering taler sterke reelle hensyn for at gjeldende praksis videreføres. Kredittilsynet vil derfor anmode om at departementet tar stilling til dette i det videre lovarbeidet.»

Ingen av de øvrige høringsinstansene har merknader til utvalgets forslag.

6.5.5 Departementets vurdering

Bestemmelser om kontroll med aksjeeiere i verdipapirforetak gjør det mulig for myndighetene å kontrollere hvem som gjennom eierskap kan utøve innflytelse i selskapet. Kontrollen er etter gjeldende rett og MiFID begrenset til kontroll med aksjeeiere med såkalt «betydelig eierandel», dvs.

aksjonærer som har (mulighet til å utøve) betydelig innflytelse over forvaltningen av selskapet, jf. blant annet den nærmere definisjonen av betydelig eierandel i lovforslaget § 2-4 femte ledd.

Gjeldende norske regler om eierkontroll mv. av aksjeeiere med betydelig eierandel vil ikke fullt ut gjennomføre MiFIDs regler på dette området. Departementet foreslår derfor at reglene utvides noe i tråd med direktivet, jf. ovenfor. Departementet er enig med utvalget i at hovedregler bør fremgå i lov og nærmere detaljregler i forskrift.

Departementet er enig med utvalget i at det bør lovfestes at en eier som har en betydelig eierandel i verdipapirforetaket skal være egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket. Det vises til lovforslaget § 9-10 første ledd.

I likhet med Kredittilsynet legger departementet til grunn at egnethetsvurderingen ikke nødvendigvis må begrenses til erververs personlige egnethet. Det vises til tilsvarende vurderinger i Ot.prp. nr. 50 (2002-2003) om eierkontroll i finansinstitusjoner.

Direktivet krever som nevnt ovenfor at den som *erhverver* en betydelig eierandel i et verdipapirforetak skal melde fra til myndighetene, jf. artikkel 10 nr. 3. Denne bestemmelsen krever en tilsvarende meldeplikt også ved salg, slik at den som *selger* en betydelig eierandel må melde fra. Departementet slutter seg til utvalgets utkast til § 9-10 annet og syvende ledd som gjennomfører disse bestemmelsene. Departementet viser til at direktivet refererer til «direkte» og «indirekte» erverv og salg. Det er ikke foreslått presisert i ordlyden i lovforslaget, og departementet legger til grunn at dette heller ikke er nødvendig. Begrepet «betydelig eierandel» er definert i lovforslaget § 2-4 femte ledd, hvor det fremgår at også indirekte eierandeler skal medregnes. Når det gjelder den nærmere forståelsen av indirekte eierandel, slutter departementet seg til Kredittilsynets uttalelser i høringsrunden om forståelsen av begrepet.

Departementet foreslår videre at det innføres en meldeplikt for den som erverver og avhender eierandeler i et verdipapirforetak slik at eierandelen eller stemmeretten i foretaket passerer nærmere angitte «terskelverdier» på 20, 33 eller 50 prosent. Det vises til lovforslaget § 9-10 tredje og syvende ledd, som er i tråd med utvalgets utkast. Bestemmelsen tar sikte på å gjennomføre MiFID artikkel 10 nr. 3 første ledd annet punktum.

Kredittilsynet bør som etter gjeldende rett, kunne nekte erverv som omfattes av lovforslaget § 9-10 annet (erverv av betydelig eierandel) og tredje ledd (passering av terskelverdier) hvor tilsynet finner at aksjeeieren ikke anses egnet til å sikre

en god og fornuftig forvaltning av verdipapirforetaket. Departementet foreslår en bestemmelse om dette i lovforslaget § 9-10 fjerde ledd, som følger opp utvalgets utkast slik at fristen for tilsynet er tre måneder. I likhet med Kredittilsynet legger departementet til grunn at denne fristen begynner å løpe først når tilsynet har fått de nødvendige opplysninger for å kunne foreta sin vurdering. Kredittilsynet bør også kunne sette frister for gjennomføring av slike erverv som det vises til foran. Departementet slutter seg til utvalgets utkast på dette punktet, jf. § 9-10 sjette ledd. Bestemmelsen innebærer en videreføring av gjeldende rett.

MiFIDs artikkel 10 nr. 4 foreslås gjennomført i lovforslaget § 9-10 femte ledd. Bestemmelsen omhandler erverv av betydelig eierandel i verdipapirforetak som fører til at foretaket blir datterforetak til et verdipapirforetak, kredittinstitusjon, forsikringsselskap eller forvaltningsselskap i verdipapirfond fra et annet EØS-land. I slike tilfeller skal tillatelse bare gis etter samråd med myndighetene i dette EØS-landet. I tråd med direktivet foreslås det at også erverv av personer som kontrollerer de nevnte foretakene, omfattes av bestemmelsen, jf. forslag til annet punktum.

Utvalget har foreslått at det kan gis nærmere regler om plikten til å gi melding om foretakets aksjeeiere i sitt utkast til § 9-10 åttende ledd. Departementet legger til grunn at bestemmelsen har til hensikt å åpne for at øvrige bestemmelser i artikkel 10 i MiFID gjennomføres i norsk rett gjennom forskrift, herunder at det kan gis regler om at selve verdipapirforetaket også har en meldeplikt ved erverv og avhendelse av betydelig eierandel og som passerer de foreslåtte terskelverdiene, jf. artikkel 10 nr. 5 i direktivet. Departementet slutter seg til denne bestemmelsen, jf. lovforslaget § 9-10 åttende ledd.

Pålegg om at stemmerettighetene knyttet til aksjer i verdipapirforetaket ikke kan benyttes er bare et av flere tiltak («appropriate measures») som direktivet viser til i artikkel 10 nr. 6 om myndighetens kompetanse. Departementet foreslår i likhet med utvalget at Kredittilsynet gis slik kompetanse, jf. lovforslaget § 15-7 fjerde ledd. Departementet er også enig i at Kredittilsynet bør kunne pålegge aksjeeiere å avhende aksjene. Kompetansen skal kunne utøves ved brudd på enkelte av bestemmelsene i, eller pålegg som er gitt av Kredittilsynet med hjemmel i, § 9-10. Departementet antar at Kredittilsynet vil kunne sette i verk flere tiltak med generell hjemmel i kredittilsynsloven, jf. at direktivet åpner for «appropriate measures».

For øvrig er departementet enig med utvalget i at den generelle bestemmelsen om at tillatelse ikke

skal gis dersom det ikke kan føres et effektivt og betryggende tilsyn med foretaket i lovforslaget § 9-1 annet ledd, vil oppfylle artikkel 10 nr. 1 tredje ledd og nr. 2 i direktivet. Disse direktivbestemmelsene regulerer tilfeller hvor enkelte forhold (som nær tilknytning til andre foretak) forhindrer en effektiv utøvelse av tilsyn med verdipapirforetaket.

6.6 Verdipapirforetakenes sikringsfond

6.6.1 Norsk rett

Gjeldende regler om verdipapirforetaks sikkerhetsstillelse følger av verdipapirhandelloven § 8-13. Bestemmelsen er endret ved lov 4. mars 2005 nr. 11, og endringen trådte i kraft 1. juli 2006. Bakgrunnen for endringen og innholdet i bestemmelsen er nærmere omtalt i Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) kapittel 18.

Paragraf 8-13 fastsetter at verdipapirforetak skal være medlem av Verdipapirforetakenes sikringsfond, jf. første ledd. Fondet har til formål å dekke krav som skyldes medlemmenes behandling av kunders midler og finansielle instrumenter, ved manglende økonomisk evne hos medlemmene. Bestemmelsens annet til fjerde ledd inneholder enkelte nærmere regler om fondet, herunder om fondets formål, finansiering, forholdet til skadelidte (den som fremmer krav mot fondet). Departementet har med hjemmel i § 8-13 femte og sjette ledd fastsatt forskrift 22. desember 2005 nr. 1672 om Verdipapirforetakenes sikringsfond. Forskriften regulerer blant annet utenlandske foretaks medlemskap i fondet.

6.6.2 EØS-rett

MiFID artikkel 11 har regler om at myndigheten skal kontrollere at den enheten som søker om tillatelse som verdipapirforetak, på søknadstidspunktet oppfyller de forpliktelsene som følger av direktiv 97/9/EF om investorgarantiordninger.

6.6.3 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår å videreføre gjeldende § 8-13 i verdipapirhandelloven for å gjennomføre MiFID artikkel 11, jf. utkastet § 9-12.

6.6.4 Høringsinstansenes merknader

Ingen høringsinstanser har hatt merknader utvalgets forslag på dette punkt.

6.6.5 Departementets vurdering

Departementet foreslår å videreføre gjeldende bestemmelse om verdipapirforetakenes sikringsfond i verdipapirhandelloven § 8-13. Det vises for øvrig til omtalen av bestemmelsen i Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) kapittel 18. Departementet viser til at de nærmere reglene om sikringsordninger for verdipapirforetak følger av direktiv 97/9/EF, som MiFID ikke gjør endringer i. Det er således ikke behov for å gjøre endringer i § 8-13. Bestemmelsen foreslås videreført som ny § 9-12.

6.7 Krav til startkapital mv.

6.7.1 Norsk rett

Krav til startkapital for verdipapirforetak følger av verdipapirhandelloven § 8-9. Bestemmelsen fastsetter at verdipapirforetaket skal ha en minste startkapital i norske kroner som tilsvarer 730 000 euro. Det følger av bestemmelsens første ledd annet punktum at Kredittilsynet kan tillate en lavere startkapital når verdipapirforetaket bare yter enkelte investeringstjenester, men aldri lavere enn et beløp i norske kroner som tilsvarer 125 000 euro. Etter bestemmelsens annet ledd kan departementet fastsette i forskrift hva som skal regnes som startkapital. Slik forskrift er gitt, jf. forskrift 14. oktober 1996 nr. 985 om startkapital for verdipapirforetak, hvor det blant annet fremgår at innbetalt aksjekapital, overkursfond og annen egenkapital regnes som startkapital.

Verdipapirhandellovens regler om kapitaldekning er nylig endret, jf. lov 30. juni 2006 nr. 39. Lovendringen gjennomfører de såkalte Basel II-reglene om kapitaldekning, som er EUs regler om kapitaldekning i det reviderte kapitaldekningsdirektivet (direktiv 93/6/EF). Reglene trådte i kraft 14. desember 2006 og 1. januar 2007. Reglene er omtalt i Ot.prp. nr. 66 (2005-2006) pkt. 1.2:

«I forslaget til nye kapitaldekningsregler videreføres dagens minstekrav om åtte prosent kapitaldekning, men beregningsgrunnlaget for dette kravet endres. De nye bestemmelsene endrer beregningsgrunnlaget for kredittrisiko og beregningsgrunnlaget for markedsrisiko. I tillegg innføres et eksplisitt krav til ansvarlig kapital for operasjonell risiko. Regelverket om hva som kan regnes som ansvarlig kapital berøres i liten grad av endringsforslaget. De kapitaldekningsregler som foreslås innført, skal forutsetningsvis være mer følsomme for finansinstitusjonenes risiko enn de kapitaldekningsregler som erstattes. Økt risikosensitivitet i kapitaldekningskravet skal føre til bedre risikostyring i institusjonene.

De foreslåtte lovregler vil i langt større grad enn gjeldende regler åpne for bruk av institusjonenes egne interne risikostyringsmodeller for beregning av kapitaldekningskrav. En legger således til rette for at institusjonene kan benytte ulike metoder for å beregne kapitaldekningskravet. Interne modeller kan kun benyttes til fastsettelse av kapitaldekningskrav etter særskilt tillatelse fra tilsynsmyndigheten. Interne modeller anses som mer avanserte metoder for måling av risiko enn bruk av myndighetsfastsatte risikovekter. I de endringsdirektiver som lovforslaget bygger på ligger det en intensjon om at finansinstitusjoner og verdipapirforetak skal gis incentiver til å benytte mer avanserte metoder for risikostyring. Utover det beregnede minimumskravet til ansvarlig kapital vil det kreves at alle institusjoner har en prosess for å vurdere sitt kapitalbehov i forhold til samlet risikoeksponering. Tilsynsmyndigheten skal vurdere disse prosessene, og det er foreslått å utvide mulighetene til å, på individuelt grunnlag, stille kapitalkrav utover de kalkulerende kapitalkravene. Markedsdisiplinen skal styrkes gjennom strengere krav til offentliggjøring av informasjon.»

6.7.2 EØS-rett

MiFIDs kapitalkrav for verdipapirforetak følger av artikkel 12 som blant annet viser til artikkel 67 og direktivet 93/6/EF (kapitaldekningsdirektivet). Utvalget har redegjort for innholdet i bestemmelsene i NOU 2006: 3 pkt. 3.7.1:

«Art. 12 fastslår at de kompetente myndigheter kun skal gi tillatelse dersom verdipapirforetaket under hensyn til den påtenkte virksomhet har tilstrekkelig med kapital i overensstemmelse med kravene i direktiv 93/6/EF (kapitaldekningsdirektivet).

Inntil det er foretatt revisjon av direktiv 93/6/EF skal verdipapirforetak oppfylle kapitalkravene i MiFID art. 67. Etter denne bestemmelsen, jf. art. 2 nr. 2 og 3 i kapitaldekningsdirektivet, skal «local firms» [5] som yter grenseoverskridende virksomhet ha en startkapital på minst 50 000 euro. Foretak som kun yter investeringsrådgivning, eller mottar og formidler ordre uten å holde midler eller verdipapirer for klienter (og som av den grunn ikke kan havne i en debitorposisjon vis-à-vis klienter) skal ha en startkapital på 50 000 euro eller en «professional indemnity insurance» [6] eller lignende som dekker hele EØS-området, eventuelt en kombinasjon av de to. Verdipapirforetak som kun yter visse investeringstjenester skal ha en startkapital på 125 000 euro, jf. kapitaldekningsdirektivet art. 3 nr. 1. Andre verdipapirfo-

retak skal ha en startkapital på 730 000 euro, jf. art. 3 nr. 4.

MiFID har ingen særskilte regler om verdipapirforetaks kapitaldekning.»

6.7.3 Utvalgets forslag

Utvalget viser til at gjeldende EU-regler om kapitaldekning er under revisjon. Utvalget foreslår at de norske reglene videreføres inntil videre, jf. utkastet § 9-13 og § 9-14 om henholdsvis startkapital og kapitaldekningskrav. Når det gjelder startkapital foreslår utvalget at det innføres en ny forskriftshjemmel som åpner for at departementet kan gjøre unntak fra kravet til startkapital, samt fastsette nærmere regler om startkapital, jf. utkastet § 9-13 annet ledd. Det vises for øvrig til utvalgets omtale i NOU 2006: 3 pkt. 3.7.3.

6.7.4 Høringsinstansenes merknader

Ingen av høringsinstansene har hatt merknader til denne delen av utvalgets utkast.

6.7.5 Departementets vurdering

Departementet legger til grunn at verdipapirhandelloven §§ 8-9 til 8-10 e gjennomfører MiFIDs og herunder kapitaldekningsdirektivets, bestemmelser om kapitalkrav for verdipapirforetak. Det vises i den forbindelse til Ot.prp. nr. 66 (2005-2006) hvor § 8-10 til 8-10 e og forholdet til EØS-reglene på dette punktet er behandlet. Departementet foreslår at de nevnte bestemmelsene videreføres i lovforslaget, jf. §§ 9-13 til 9-19.

6.8 Organisering av virksomheten

6.8.1 Norsk rett

Verdipapirhandelloven har regler om verdipapirforetakets organisering av virksomheten i § 9-1. Paragraf 9-1 gjennomfører ISD artikkel 10. Det er imidlertid også andre regler i loven som oppstiller direkte eller indirekte krav til hvordan foretaket innretter sin virksomhet. Dette gjelder for eksempel bestemmelsene om ansattes egenhandel og kravene til god forretningsskikk. Forskrift 7. mars 2003 nr. 289 om verdipapirforetaks bruk av oppdragstakere er gitt med hjemmel i verdipapirhandelloven § 9-1 sjette ledd. Denne forskriften regulerer utkontraktering av arbeidsoppgaver fra verdipapirforetak som har tillatelse til å drive investeringstjenesten aktiv forvaltning, jf. forskriftens § 1.

Utvalget har redegjort for det nærmere innholdet i verdipapirhandelloven § 9-1 (NOU 2006: 3 pkt. 3.8.2):

«Det fremgår av vphl. § 9-1 første ledd nr. 1 at verdipapirforetak skal ha gode administrasjons- og regnskapsrutiner, kontroll- og sikkerhetsordninger, herunder stillingsinstrukser som særskilt regulerer ansvarsfordelingen mellom daglig leder og andre ledere av virksomheten. Etter vphl. § 9-1 første ledd nr. 2 skal verdipapirforetak ha tilfredsstillende interne kontrollmetoder, som blant annet omfatter regler for personlige transaksjoner som foretas av foretakets ansatte. Det er i forskrift av 20. juni 1997 nr. 1057 fastsatt nærmere regler om internkontroll. Forskriften gjelder generelt for Kredittilsynets tilsynsobjekter og er gitt i medhold av kredittilsynsloven § 4. Vphl. § 9-1 nr. 3 fastslår at verdipapirforetak skal oppbevare finansielle instrumenter og midler tilhørende investorene atskilt fra foretakets egne midler og for øvrig treffe tilfredsstillende tiltak med sikte på å verne investorenes rettigheter og forhindre at verdipapirforetaket benytter investorenes midler, for egen regning. Hensynet med bestemmelsen er å sikre kundenes interesser i tilfelle konkurs hos verdipapirforetaket, samt å lette Kredittilsynets kontroll av foretakets virksomhet. Det fremgår videre av vphl. § 9-1 første ledd nr. 4 at verdipapirforetak skal sørge for at det blir ført en liste over utførte transaksjoner som skal være minst så fyllestgjørende at Kredittilsynet kan kontrollere om de tilsynsregler tilsynet har ansvar for, er overholdt. Slike lister skal oppbevares i det tidsrom Kredittilsynet fastsetter. Kravet må sees i sammenheng med § 9-7 (oppgaveplikten). Det er i medhold av sistnevnte bestemmelse fastsatt to forskrifter om hhv. oppgave over mottatte og utførte oppdrag og lydopptak, jf. forskrifter av 26. september 1996 nr. 950 og 7. november 2003 nr. 1322. Etter vphl. § 9-1 første ledd nr. 5 stilles det krav om at verdipapirforetaket skal være oppbygd og organisert på en slik måte at risikoen for interessekonflikt mellom foretaket og dets kunder, eller foretakets kunder seg i mellom, begrenses til et minimum, jf. §§ 9-2 og 9-3.

Etter vphl. § 9-1 annet ledd skal verdipapirforetak ha interne instruksjoner for ansattes adgang til å være medlem av styre, bedriftssamlinger mv. Regler om foretakets mulighet til å bedrive annen næringsvirksomhet og ansattes adgang til å drive næringsvirksomhet finnes i henholdsvis vphl. §§ 8-3 og 8-4.

Det er i vphl. § 9-1 tredje ledd presisert at verdipapirforetak skal ha interne rutiner for krav til og beregning av sikkerhet ved formidlig og inngåelse av avtaler etter § 8-8 første og annet ledd (lån av finansielle instrumenter),

§ 9-5 (handel i opsjoner mv.), samt § 8-2 (kredittgivning). Forskrift av 14. oktober 1996 nr. 984 regulerer nærmere den sikkerheten som skal stilles ved formidling av låneavtaler. Hjemmel for forskriften er vphl. § 8-8 første ledd.

Vphl. § 9-1 fjerde ledd stiller krav om interne instruksjoner for taushetsplikten etter § 9-8, herunder om utveksling av informasjon mellom ulike deler av virksomheten. Vphl. § 9-8 har selvstendig betydning kun der det er snakk om kundeopplysninger som ikke er å regne som innsideinformasjon etter vphl. § 2-2. Kravet om rutiner vil suppleres av § 2-4 annet ledd om tilbørlig informasjonshåndtering.

Det kan etter vphl. § 9-1 femte ledd fastsettes nærmere regler om verdipapirforetaks interne retningslinjer og instruksjoner i «særlige tilfeller».

6.8.2 EØS-rett

De generelle kravene til organisering av virksomheten i verdipapirforetak fulgte tidligere av ISD artikkel 10. I MiFID reguleres dette av artikkel 13. Denne bestemmelsen viderefører flere av de samme reglene som fulgte av ISD artikkel 10, men artikkel 13 er til dels noe mer omfattende. Det følger av artikkel 13 nr. 10 at Kommisjonen har fastsatt utfyllende rettsakter i medhold av komitologi-prosedyren. Slike utfyllende regler følger av kommisjonsdirektiv 2006/73/EF kapittel II (artikkel 5 til 23 og artikkel 25) og kommisjonsforordning EF nr. 1287/2006 kapittel II artikkel 7 og 8.

MiFID artikkel 13 nr. 1 fastsetter at medlemsstatene skal kreve at verdipapirforetak oppfyller de kravene som følger av nr. 2 til 8 i bestemmelsen. Dette er som sagt overordnede regler om organiseringen av virksomheten, og er knyttet til hvilke prosedyrer og rutiner verdipapirforetaket har plikt til å ha. Utvalget har omtalt artikkel 13 nr. 2 til 8 i NOU 2006: 3 pkt. 3.8.1:

«Etter art. 13. nr. 2 skal et verdipapirforetak oppstille slike regler og prosedyrer («adequate policies and procedures sufficient») som er nødvendige for å sikre at selskapet, herunder dets ledelse, ansatte og tilknyttede agenter overholder selskapets forpliktelser i henhold til direktivets bestemmelser, samt passende regler for disse personers egne transaksjoner.

Etter art. 13 nr. 3 skal et verdipapirforetak til enhver tid ha og håndheve effektive organisatoriske og administrative ordninger med henblikk på å treffe rimelige foranstaltninger for å forhindre at interessekonflikter, som definert i art. 18, kan skade dets kunders interesser. I art. 18 nr. 2 heter det:

«Where organisational or administrative arrangements made by the investment firm in accordance with Article 13(3) to manage conflicts of interest are not sufficient to ensure, with reasonable confidence, that risks of damage to client interests will be prevented, the investment firm shall clearly disclose the general nature and/or sources of conflicts of interest to the client before undertaking business on its behalf.»

Kunden skal, som det fremgår, gis opplysninger der interessekonflikter ikke kan håndteres på en adekvat måte. Opplysningene skal gis før det ytes tjeneste til kunden, jf. utredningen kapittel 4.

I følge art. 13 nr. 4 skal et verdipapirforetak treffe rimelige tiltak for å sikre kontinuitet og regelmessighet i utøvelsen av sin virksomhet. Foretaket skal i denne forbindelse benytte seg av hensiktsmessige og proporsjonale systemer, ressurser og prosedyrer.

Etter art. 13 nr. 5 første ledd, skal et verdipapirforetak sørge for at det, ved bruk av tredjemann til utførelse av operasjonelle funksjoner som er avgjørende for at kundene får en kontinuerlig og tilfredsstillende service og ytes investeringstjenester på en vedvarende og tilfredsstillende måte, treffes rimelige tiltak for å forhindre unødig økt operasjonell risiko. Viktige operasjonelle funksjoner må ikke overlates til tredjemann på en slik måte at kvaliteten på selskapets internkontroll og den kompetente myndighets mulighet til å føre tilsyn med om selskapet oppfyller sine forpliktelser, forringes «materially», det vil si merkbart.

Verdipapirforetak skal etter art. 13 nr. 5 annet ledd ha en sunn administrativ og regnskapsmessig praksis, interne kontrollmekanismer, effektive prosedyrer for risikovurdering og effektive kontroll- og sikkerhetsprosedyrer når det gjelder gjeldende sine informasjonsbehandlingssystemer («information processing systems»).

Det følger av art. 13 nr. 6 at et verdipapirforetak skal oppbevare lister over utførte tjenester og transaksjoner som er tilstrekkelig detaljerte til at den kompetente myndighet kan kontrollere om kravene i henhold til direktivet er oppfylt, og særlig kunne forvisse seg om at foretaket har oppfylt alle sine forpliktelser overfor sine kunder eller potensielle kunder.

Etter art. 13 nr. 7 skal et verdipapirforetak som oppbevarer finansielle instrumenter tilhørende kunder treffe slike foranstaltninger («adequate arrangements») som måtte være nødvendige for å beskytte kundens eiendomsrett, særlig i tilfelle verdipapirforetakets insolvens, samt forhindre bruk av klienters finansielle instrumenter for egen regning med mindre klienten uttrykkelig har samtykket til dette. Gitt

hensynet med bestemmelsen, synes det riktig å legge til grunn at samtykke må innhentes også der verdipapirforetaket ønsker å låne en kundens finansielle instrumenter.

I følge art. 13 nr. 8 skal et verdipapirforetak som oppbevarer midler tilhørende kunder treffe slike foranstaltninger («adequate arrangements») som måtte være nødvendige for å beskytte kundenes rettigheter og, med mindre det er tale om kredittinstitusjoner, forhindre bruk av klientmidler for egen regning.

Det fremgår av art. 13 nr. 9 at den kompetente myndighet, i den medlemsstat hvor en filial er beliggende, håndhever forpliktelsene fastsatt i art. 13 nr. 6 med hensyn til filialens transaksjoner, uten at dette skal berøre den mulighet den kompetente myndighet i verdipapirforetakets hjemstat har til å få direkte adgang til listene.

Etter art. 13 nr. 10 skal det fastsettes nærmere nivå-2 regler om organisering av verdipapirforetak:

«In order to take account of technical developments the Commission shall adopt, implementing measures which specify the concrete organisational requirements to be imposed on investment firms performing different investment services and/or activities and ancillary services or combinations thereof.»

Som det fremgår, er hensikten å «relativisere» kravene til organisering. Utkast til slike regler følger av utkast til kommisjonsdirektiv kapittel II. Utkastet omfatter for eksempel bestemmelser om organisering, compliance, risikokontroll, internrevisjon og personlige transaksjoner.»

6.8.3 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår at MiFID artikkel 13 gjennomføres i norsk rett ved at det tas inn en bestemmelse i utkastet § 9-11. Utvalget legger til grunn at gjeldende forskrifter til § 9-1 vil kunne videreføres. Utvalgets vurderinger, samt det nærmere innholdet i forslaget deres, følger av NOU 2006: 3 pkt. 3.8.3:

«Etter første ledd i lovutkastet § 9-11 skal verdipapirforetak «innrette sin virksomhet» slik at foretaket etterlever de nærmere krav paragrafen oppstiller. Hovedhensynet bak bestemmelsen er å sikre etterlevelse av foretakets forpliktelser overfor dets kunder og markedet for øvrig. Vilkåret om å innrette sin virksomhet må i denne forbindelse sies å være relativt i den forstand at kravene vil skjerpes for foretak som forvalter store verdier eller viktige interesser. På tilsvarende måte vil kravene være noe lem-

peligere for foretak hvis virksomhet innebærer liten eller ingen kunde- eller markedsrisiko.

Verdipapirforetak skal etter lovutkastet § 9-11 første ledd bokstav a) innrette sin virksomhet slik at foretaket:

«har tilstrekkelige og betryggende retningslinjer og rutiner som skal sikre etterlevelse av foretakets forpliktelser etter lov og forskrifter»

Bestemmelsen gjennomfører deler av art. 13 nr. 2 hvorved verdipapirforetak:

«shall establish adequate policies and procedures sufficient to ensure compliance of the firm including its managers, employees and tied agents with its obligations under the provisions of this Directive as well as appropriate rules governing personal transactions by such persons.»

Som det fremgår, plikter verdipapirforetaket å treffe nødvendige og hensiktsmessige tiltak som sikrer at foretaket selv, dets styre og ledelse, ansatte og tilknyttede agenter etterlever sine forpliktelser etter lov og forskrift. Det antas ikke nødvendig å presisere i lovteksten at foretaket er ansvarlig for handlingene til sine ansatte, ledelsen mv. Plikten som hviler på verdipapirforetaket etter bokstav a) er rimeligvis begrenset til etterlevelse av privat- og offentligrettslige regler som er relevante for foretakets virksomhet etter børs- og verdipapirlovgivningen, jf. art. 13 nr. 2.

Etter lovutkastet § 9-11 første ledd bokstav b) skal verdipapirforetak være oppbygd og organisert på en slik måte at risikoen for interessekonflikter begrenses seg til et minimum. Dette betyr at foretaket, som i dag, må ha nødvendige informasjonssperre (såkalte «Chinese walls») og ordninger, rutiner, systemer mv. i denne forbindelse. Utvalget legger til grunn at gjeldende praksis om organisering av verdipapirforetak fortsatt vil være relevant. Det er i forslaget til bokstav b) presisert at norske foretak, ved opprettelse av filial i andre land, må etterleve vertslandsreguleringen med hensyn til god forretningsskikk/organisering. Dette er en videreføring av dagens § 9-1 første ledd nr. 5 annet punktum. Den nærmere reguleringen av verdipapirforetaks interessekonflikter, herunder bestemmelsene om god forretningsskikk, er behandlet i utredningen kapittel 4.

Etter lovutkastet § 9-11 første ledd bokstav c) skal verdipapirforetak innrette sin virksomhet slik at foretaket treffer rimelige tiltak som sikrer kontinuitet i investeringstjenestevirksomheten. Kravet medfører blant annet at foretaket må ha nødvendige systemer, ressurser og prosedyrer slik at en tilstrekkelig grad av regelmessighet kan oppnås. Hensynet bak bestemmelsen er å hindre at kunder og markedet blir

skadelidende hvis for eksempel en ansatt slutter eller blir syk, eller at foretakets datasystemer må oppgraderes eller skiftes. I den grad et verdipapirforetak ledes av kun en person, vil denne typisk måtte treffe hensiktsmessige tiltak som sikrer at foretakets kunder ikke blir skadelidende hvis vedkommende blir fraværende. Bokstav c) medfører altså at verdipapirforetak i nødvendig grad må «beredskapsplanlegge». Kravene som stilles i denne forbindelse må likevel vurderes i lys av og tilpasses de interessene som foretaket forvalter.

Direktivet har i art. 13 nr. 5 regler om bruk av tredjeparter som ledd i investeringstjenestevirksomheten. Utvalget foreslår at bestemmelsen gjennomføres som ny § 9-11 første ledd bokstav d). Etter forslaget skal verdipapirforetak innrette sin virksomhet slik at foretaket:

«når det benytter seg av en tredjepart til utføring av operasjonelle funksjoner, treffer betryggende tiltak slik at operasjonell risiko begrenses til et minimum, jf. annet ledd,»

Bestemmelsen fastslår at verdipapirforetak som ønsker å benytte seg av en tredjepart til utføring av operasjonelle funksjoner, skal treffe visse tiltak. Mer konkret skal det i slike tilfeller treffes «betryggende tiltak» slik at operasjonell risiko begrenses til et minimum. Direktivet definerer ikke operasjonell risiko, og utvalget finner heller ikke det naturlig. Forslaget gjennomfører MiFID art. 13 nr. 5 første punktum som omhandler bruk av tredjemann for utføring av «operational functions». Utvalget legger til grunn at direktivet og lovutkastet § 9-11 første ledd bokstav d) ikke regulerer utkontraktering generelt. Adgangen til bruk av tredjepart til utføring av operasjonelle funksjoner synes derimot klar, dog innenfor angitte rammer.

Annet ledd i lovutkastet § 9-11 gjennomfører art. 13 nr. 5 annet punktum og lyder:

«Verdipapirforetak kan ikke overlate viktige operasjonelle funksjoner til tredjepart dersom dette fører til at foretakets internkontroll og evne til å påse etterlevelsen av dets forpliktelser blir merkbart forringet.»

Denne bestemmelsen begrenser adgangen til bruk av tredjepart til utføring av operasjonelle funksjoner. Slik utkontraktering kan ikke finne sted dersom foretakets internkontroll og evne til å påse etterlevelse av dets forpliktelser blir «merkbart» forringet. Den danske direktivversjonen benytter her «materielt», mens det i den engelske heter «materially». Utvalget antar at merkbart er et dekkende vilkår. Særregler for verdipapirforetak med tillatelse til å yte tjeneste aktiv forvaltning av investors portefølje av finansielle instrumenter, er fastsatt i forskrift av 7. mars 2003 nr. 289. Utvalget legger til

grunn at denne forskriften kan videreføres. Utover forskriften kan verdipapirforetak etter gjeldende rett kun foreta utkontraktering av ikke-kjernevirksomhet, for eksempel regnskapsføring, renhold og lignende støttefunksjoner.

I lovutkastet § 9-11 første ledd bokstav e) legger utvalget til grunn at gjeldende § 9-1 første ledd nr. 1 videreføres med tillegget «effektive informasjonsbehandlingssystemer» (jf. direktivets «effective control and safeguard arrangements for information processing systems»). Bestemmelsen gjennomfører direktivet art. 13 nr. 5 annet ledd. Lovutkastet § 9-11 første ledd bokstav f) er en videreføring av dagens § 9-1 første ledd nr. 2 med presiseringen «ledere, ansatte og tilknyttede agenter». Krav om å utvide personkretsen følger av MiFID art. 13 nr. 2.

Lovutkastet § 9-11 første ledd bokstav g) skal verdipapirforetak føre lister over «alle investeringstjenester, herunder utførte transaksjoner». Listene skal være så fyllestgjørende at Kredittilsynet kan kontrollere at foretaket etterlever sine plikter. I følge dagens bestemmelse i vphl. § 9-1 første ledd nr. 4 skal det føres lister over utførte transaksjoner. Etter den nye bestemmelsen utvides derved listeføringsplikten. Krav om dette følger av MiFID art. 13 nr. 6, jf. «records of all services and transactions». Det presiseres at også handler for egen regning vil måtte fremkomme av listen over utførte transaksjoner. Dette følger av dagens § 9-7 første ledd og det er ikke tilsiktet noen realitetsendring her. På grunn av lovutkastet § 9-11 første ledd bokstav g) er det ikke nødvendig å videreføre gjeldende § 9-7 første ledd, jf. utredningen kapittel 4. Verdipapirforetaks lister over investeringstjenestevirksomheten skal oppbevares i det tidsrommet Kredittilsynet bestemmer. Dette er i samsvar med gjeldende rett.

Kredittilsynet skal føre tilsyn med og ha direkte adgang til listene som føres av filialer av verdipapirforetak fra andre land, jf. MiFID art. 13 nr. 9 og lovutkastet § 9-11 første ledd bokstav g) annet punktum:

«Kredittilsynet skal ha tilgang til og føre tilsyn med lister ført av filialer av verdipapirforetak fra andre land, jf. §§ 9-19 og 9-20»

Det vises til utredningen kapittel 5 for en nærmere gjennomgang av verdipapirhandellovens anvendelse på filialer av utenlandske verdipapirforetak. Slike regler finnes i dag i vphl. §§ 7-7 og 7-8.

I lovutkastet § 9-11 første ledd bokstav h) til j) foreslår utvalget at dagens § 9-1 andre til fjerde ledd videreføres. Gjeldende femte ledd er foreslått inntatt i ny § 9-11 femte ledd.

I MiFID art. 13 nr. 7 og 8 er det gitt regler om verdipapirforetaks oppbevaring av henholdsvis finansielle instrumenter og kundemidler. [8] Bestemmelsene er foreslått gjennomført i ny § 9-11 tredje og fjerde ledd:

«Verdipapirforetak skal treffe betryggende tiltak slik at kundes finansielle instrumenter holdes atskilt fra foretakets finansielle instrumenter. Verdipapirforetak kan bare benytte kundes finansielle instrumenter for egen regning dersom kunden uttrykkelig har gitt samtykket til dette.

Verdipapirforetak skal treffe betryggende tiltak slik at kundemidler holdes atskilt fra foretakets midler. Verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjoner, kan ikke benytte kundemidler for egen regning.»

Lovutkastet har mange likhetstrekk med dagens § 9-1 første ledd nr. 3, men er noe mer detaljert. Etter begge bestemmelsene skal det treffes «betryggende tiltak». Vilkåret må forstås relativt strengt i den forstand at det i utgangspunktet foreligger ufravikelig plikt til å holde kunders finansielle instrumenter og midler atskilt fra foretakets egne. Hensynet til kunders separatistrett, foretakets internkontroll og myndighetenes tilsyn er viktige lovgrunner til bestemmelsene.

Etter lovutkastet § 9-11 tredje ledd skal en kundes og foretakets egne finansielle instrumenter holdes atskilt. Kravet innebærer at det må benyttes egne verdipapirkontoer for kunders finansielle instrumenter, slik tilfellet er i dag. I følge annet punktum i tredje ledd kreves det uttrykkelig samtykke fra kunden dersom foretaket skal benytte kundens finansielle instrumenter for egen regning, for eksempel som ledd i en lånetransaksjon. Hensynet bak regelen er klart nok, en kunde skal ikke risikere at en betrodd mellommann benytter kundens finansielle instrumenter uten å ha samtykket til dette. Vilkåret om «uttrykkelig samtykke» må i utgangspunktet forstås slik at verdipapirforetaket må kunne dokumentere at samtykke har blitt gitt.

Av lovutkastet § 9-11 fjerde ledd fremgår det at kundemidler skal holdes atskilt fra foretakets. Dette innebærer, som i dag, en plikt til fysisk og regnskapsmessig atskillelse. Verdipapirforetak som er kredittinstitusjoner kan benytte kundemidler for egen regning, typisk til utlån. Andre verdipapirforetak kan derimot ikke benytte kundemidler til dette formålet. Dette er i tråd med gjeldende rett.

Utvasket foreslår til slutt i lovutkastet § 9-11 en hjemmel for departementet til å fastsette nærmere regler om organisering av verdipapirforetak, herunder foretakenes interne retningslinjer, oppgaveplikt og instruks. Forskriften vil blant annet gjennomføre kommisjonens nivå-2 regler som vil bli gitt i medhold av art. 13.»

6.8.4 Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet og *Norges Fondsmeglerforbund* har kommentert utvalgets vurderinger og utkast knyttet til utkontraktering. Kredittilsynet uttaler:

«I utk. til § 9-11 annet ledd om utkontraktering er det Kredittilsynets forståelse at ordet «forringet» i seg selv vil være tilstrekkelig til å oppfylle direktivets formulering «impair materially», i det Kredittilsynet antar at vurderingen etter norsk rettstradisjon, vil være relativ til hvilke forhold som blir forringet og hvilken betydning disse har for virksomheten som helhet. Hva ordet «merkbart» i så fall skal gi i tillegg fremstår som uklart, og vil kunne gi opphav til unødige diskusjoner om i hvor stor grad dette er et kvalifiserende vilkår eller ikke.

MiFID art. 13 nr. 5 har i tillegg med et krav om at utkontraktingen heller ikke må forringe «...the ability of the supervisor to monitor the firm's compliance with all obligations.»

Etter Kredittilsynets vurdering fremgår ikke dette vilkåret av utk. § 9-11 annet ledd.

Kredittilsynet legger for øvrig til grunn at «obligations» mest naturlig er å forstå som plikter iht. regelverket. Det foreslås at det tas inn en bestemmelse om dette i utk. § 9-11 annet ledd nytt siste komma,;

«eller Kredittilsynets mulighet for å føre tilsyn med virksomheten forringes eller vanskeliggjøres».

Kredittilsynet finner det ønskelig med en avklaring i forhold til utkontraktering generelt og i forhold til kravene som stilles her. Det vises til at Draft Commission Directive datert 6. februar 2006 art. 13, 14 og 15 synes å forutsette at aktiv forvaltning og «andre» investeringstjenester kan utkontrakteres. Det vises også til fortalen nr. 19.»

Norges Fondsmeglerforbund har følgende merknader når det gjelder utkontraktering og rekkevidden av foretakets adgang til å utkontraktere arbeidsoppgaver:

«Vi mener det kan være behov for å samle de regler som omhandler utkontraktering av verdipapirforetakets virksomhet, henholdsvis utkastets § 9-11 (1) nr. 4 og § 9-11 (2). Det gir etter vår mening en bedre forståelse/oversikt av utkontraheringsreglene når disse står samlet. En slik løsning er forøvrig i samsvar med slik regelen er bygget opp i MiFID.

Utvasket skriver følgende på side 77 når det gjelder utkontraktering:

«Utover forskriften kan verdipapirforetak etter gjeldende rett kun foreta utkontraktering av ikke-kjernevirksomhet, for eksempel regnskapsføring, renhold og lignende støttestrukturer.»

Når det gjelder reglene om utkontraktering anser NFMF det slik at gjeldende rett på dette punkt vil bli endret som følge av implementeringen av MiFID, noe som klart fremgår av lovutkastets § 9-11 (1) nr. 4 og § 9-11 (2). Vår oppfatning er at MiFID i større grad tillater at verdipapirforetakene kan overlate operasjonelle funksjoner til en tredjepart (utkontraktering) enn det som følger av utvalgets uttalelse av gjeldende norsk rett, jf lovutkastets § 9-11 (1) nr 4, jf § 9-11 (2). Dog skal utkontraktingen etter MiFID som kjent skje innenfor visse rammer. Det må således legges til grunn at såfremt man oppfyller de vilkårene som fremgår av lovutkastets § 9-11 (1) nr 4, jf § 9-11 (2), så kan verdipapirforetakene utkontraktere sine operasjonelle funksjoner.»

Kredittilsynet uttaler for øvrig:

«Når det gjelder utk. § 9-11 første ledd nr. 2 fremgår det av art. 13 nr. 3 en plikt også til å sørge for at interessekonflikter ikke virker til skade for klientenes interesser. Slik utk. § 9-11 første ledd nr. 2 er formulert gjelderplikten bare å sikre at risikoen for interessekonflikter begrenses til et minimum. Plikten til også å sikre at de interessekonfliktene som likevel eksisterer ikke får negative virkninger for kundene er ikke gjennomført her.»

Norges Fondsmeglerforbund har også enkelte andre merknader knyttet til utkastet § 9-1:

«Vår oppfatning er at flere norske særregler knyttet til organisering av virksomheten videreføres i lovutkastet, henholdsvis § 9-11 (1) nr. 8, 9 og 10. Selv om MiFID som nevnt er et minimumsdirektiv, bør det nøye vurderes hvorvidt det er nødvendig å beholde den norske særreguleringen på disse punkter. Dette er som kjent ikke i samsvar med de harmoniseringshensyn som følger av MiFID. Særlig kan det argumenteres for at lovutkastets § 9-11 (1) nr. 9 og nr. 10 er overflødig, da disse forpliktelsene uansett vil følge av lovutkastets § 9-1 (1) nr 1, som krever at verdipapirforetaket har «tilstrekkelige og betryggende retningslinjer og rutiner som skal sikre etterlevelse av foretakets forpliktelser etter lov og forskrift». Når det gjelder lovutkastets § 9-11 (1) nr. 8 ser imidlertid NFMF behov for at denne bestemmelsen videreføres i den nye lovgivningen.

Videre mener vi at lovutkastets § 9-11 (1) nr. 10 inneholder en gal lovhenvisning og viser i den forbindelse til vårt punkt 4 nedenfor.

Når det gjelder reglene om oppbevaring av kundemidler er verdipapirforetak etter lovutkastets § 9-11 (4) annet punktum avskåret fra å benytte «kundemidler» for egen regning.

Lovutkastets § 9-11 (4) lyder som følger:

«Verdipapirforetak skal treffe betryggende tiltak slik at kundemidler holdes atskilt fra foreta-

kets midler. Verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjon, kan ikke benytte kundemidler for egen regning».

NFMF finner grunn til å påpeke at begrepet «kundemidler» ikke omfatter alle midler som kunder har stilt til et verdipapirforetakets disposisjon. Lov om finansiell sikkerhetsstillelse av 26. mars 2004 gir som kjent verdipapirforetak en rett til å inngå avtale om finansiell sikkerhet. Loven definerer «finansiell sikkerhet» til å omfatte kontante innskudd og finansielle instrumenter. Et av hovedpoengene med lov om finansiell sikkerhetsstillelse er å gi verdipapirforetakene en særskilt mulighet til å benytte seg av midler som er stilt som sikkerhet for finansielle kontrakter (eksempelvis derivathandel). For sikkerhetsstillelse ved aksjelån og terminfinansiering av aksjekjøp, er tilgang til kundenes sikkerhetspenger en forutsetning for å unngå likviditetsproblemer. Slike midler er stilt til verdipapirforetakenes disposisjon som sikkerhet for kundenes forpliktelser overfor verdipapirforetaket, og kan ikke sammenlignes med betrodde «kundemidler» som oppbevares, forvaltes eller administreres av foretaket etter annet rettsgrunnlag. Bestemmelsen i lovutkast § 9-11 (4) setter ikke tilside verdipapirforetaks adgang til å inngå avtale om finansiell sikkerhetsstillelse etter lov av 26. mars 2004.»

Ingen av de øvrige høringsinstansene har merknader til utvalgets forslag.

6.8.5 Departementets vurdering

Etter gjeldende rett er det først og fremst foretaket som selv har ansvaret for at det oppfyller kravene til den interne organiseringen av virksomheten. Departementet foreslår at dette videreføres i lovforlaget her, jf. «skal innrette» i forslaget til § 9-11. MiFIDs regler om organisering av virksomheten er overordnede krav som knytter seg til at foretaket skal rutiner, prosedyrer og systemer på nærmere angitte områder. Disse skal være med på å sikre at verdipapirforetaket etterlever sine forpliktelser. Dette prinsippet foreslås lovfestet i forslaget til § 9-11 første ledd nr. 1, og tar sikte på å gjennomføre hovedprinsippene i MiFID artikkel 13 nr. 2. Artikkelen 13 nr. 2 til og med nr. 6 foreslås gjennomført i norsk rett ved at de tas inn i lovforlaget 9-11 første ledd nr. 1 til 7. Bestemmelsene innebærer at foretaket må ha tilstrekkelige og betryggende retningslinjer og rutiner som skal sikre etterlevelse av lov og forskrifter (forslaget § 9-11 nr. 1), herunder:

- å minimere risikoen for interessekonflikter mellom foretaket og kunden, men også mellom foretakets kunder (nr. 2),

- å sikre kontinuitet og regelmessighet i investeringstjenestevirksomheten (nr. 3),
- å begrense operasjonell risiko til et minimum i forbindelse med utkontraktering av operasjonelle funksjoner (nr. 4),
- informasjonsbehandling, administrasjon og regnskap, kontroll og sikkerhet, stillingsinstrukser som regulerer ansvarsfordeling (nr. 5),
- interkontrollmetoder (nr. 6), og
- sørge for utfyllende lister over transaksjoner foretatt av ledere, ansatte og tilknyttede agenter (nr. 7).

Departementet foreslår i likhet med utvalget, at det er styret og daglig leder som skal utarbeide interne retningslinjer og instruksjer i samsvar med bestemmelsene gjengitt ovenfor, jf. lovforslaget § 9-11 femte ledd.

Når det gjelder verdipapirforetakets plikter i forbindelse med interessekonflikter, er dette behandlet nærmere nedenfor i kapittel 7.2. Det vises til denne omtalen.

De utfyllende bestemmelsene som utvalget har tatt inn i sitt utkast § 9-11 første ledd nr. 8 til 10, motsvares ikke av tilsvarende bestemmelser i direktivet. Når det gjelder nr. 8 (ansattes adgang til å være medlem av styrer mv.), er dette forhold som ikke reguleres av MiFID. Departementet legger derfor til grunn at det kan videreføres regler om dette i norsk rett, jf. generell omtale i punkt 3.3. Når det gjelder bestemmelsen i nr. 9 (om rutiner for beregning av sikkerhet mv. ved lån av finansielle instrumenter og kredittgivning), vises til den generelle omtalen av lån av finansielle instrumenter og kredittgivning i punkt 7.12. Siden departementet foreslår å videreføre gjeldende rett på disse punktene, synes det også å være naturlig å videreføre gjeldende krav til interne rutiner knyttet til slik virksomhet. Departementet vil imidlertid ikke foreslå å videreføre utkastet § 9-11 første ledd nr. 10 om interne instruksjer om taushetsplikt mv. Det følger av gjennomføringsdirektivet artikkel 5 nr. 2 at foretaket skal sørge for å etablere rutiner mv. som sikrer en forsvarlig behandling av fortrolig informasjon. Etter departementets vurdering er det derfor ikke nødvendig å videreføre utvalgets forslag til § 9-11 første ledd nr. 10. Det er heller ikke hensiktsmessig, siden overlappende bestemmelser om rutiner for taushetsplikt etter omstendighetene kan skape usikkerhet om rekkevidden av foretakets forpliktelser. Det vises for øvrig til at gjennomføringsdirektivets artikkel 4 innebærer at medlemslandene uansett har begrenset adgang til å pålegge ytterligere krav enn de som følger av gjennomføringsdirektivet, jf. generell omtale om dette i punkt 3.3 ovenfor.

Når det gjelder verdipapirforetaks utkontraktering av tjenester, følger det forutsetningsvis av MiFID artikkel 13 nr. 5 at utkontraktering av funksjoner kan finne sted innenfor visse rammer. Departementets lovforslag innebærer også en slik forutsetningsvis åpning for at verdipapirforetaket kan utkontraktere funksjoner. De foreslåtte bestemmelsene på dette området følger av lovforslaget § 9-11 første ledd nr. 4 jf. annet ledd. Forslaget innebærer en noe videre adgang til utkontraktering enn det som følger av gjeldende rett. Som det fremgår av lovforslaget, er det bare innenfor visse rammer at slik utkontraktering kan foregå. Departementet viser blant annet til at direktivet forbyr utkontraktering dersom kvaliteten på foretakets internkontroll og tilsynsmulighetene overfor foretaket forringes «*materially*», jf. artikkel 13 nr. 5. Etter departementets vurdering innebærer «*materially*» noe forsterkende/kvalifiserende, noe den norske gjennomføringsteksten bør gjenspeile. Departementet foreslår at det i lovforslaget oppstilles et vilkår om at internkontrollen og tilsynsmuligheten ikke må forringes «merkbart», jf. forslaget til § 9-11 annet ledd. Forslaget avviker noe fra utvalgets utkast, ved at det også forbyr utkontraktering av viktige operasjonelle funksjoner dersom *tilsynsmuligheten* forringes merkbart. Departementet foreslår at det presiseres i forskriftshjemmelen at det kan gis nærmere regler om utkontraktering generelt.

Direktivets bestemmelse om atskillelse av kundenes og verdipapirforetakenes midler og finansielle instrumenter er viktige bestemmelser. Bestemmelsene er med på å sikre at det ikke finner sted en sammenblanding av midler, og skal sikre en klar risikofordeling mellom foretak og kunde. Departementet slutter seg til utvalgets forslag om å gjennomføre disse bestemmelsene i norsk rett, jf. lovforslaget § 9-11 tredje og fjerde ledd. Departementet legger til grunn at i den grad kunden har inngått en avtale om såkalt finansiell sikkerhetsstillelse i henhold til lov om finansiell sikkerhetsstillelse, vil ikke disse midlene og finansielle instrumentene omfattes av de foreslåtte bestemmelsene. Dette må gjelde i den grad lov om finansiell sikkerhetsstillelse åpner for at verdipapirforetaket kan disponere over midlene/instrumentene.

Kommisjonen har vedtatt omfattende bestemmelser til utfylling av MiFIDs regler om organisering av virksomheten, jf. kommisjonsdirektiv 2006/73/EF (gjennomføringsdirektivet) og kommisjonsforordning nr. 1287/2006 (gjennomføringsforordningen). Reglene er detaljerte, og departementet er av den oppfatning at slike regler egner seg best i forskrift. Det foreslås derfor en hjemmel til å fastsette forskrifter i lovforslaget § 9-11 sjette ledd.

7 Verdipapirforetakenes virksomhet

7.1 Generelt om kundekategorisering

MiFID opererer med en inndeling av verdipapirforetakenes kunder i henholdsvis profesjonelle og ikke-profesjonelle kunder, jf. MiFIDs vedlegg II. Vedlegget skiller mellom kunder som automatisk regnes som profesjonelle (typisk større foretak, kredittinstitusjoner, verdipapirforetak, forsikringsselskap, sentralbanker) og kunder som kan anmode om å bli behandlet som profesjonelle kunder (typisk kunder med en viss erfaring fra investeringsområdet eller som har en viss størrelse på sin investeringsportefølje). Kunder som ikke faller inn i en av disse kategoriene regnes som ikke-profesjonell. Skillet mellom profesjonelle og ikke-profesjonelle kunder har betydning i forhold til reglene om investorbeskyttelse i gjennomføringsdirektivet. Når det gjelder MiFID artikkel 19 (god forretningsskikk), 21 (beste utførelse av ordre) og 22 (håndtering av kundeordre), som alle omtales nærmere nedenfor, skilles det ikke mellom profesjonelle og ikke-profesjonelle. Dette skillet er som nevnt relevant i forhold til de utfyllende bestemmelsene som følger av gjennomføringsdirektivet. Det kan i den forbindelse for eksempel vises til artikkel 35 og 36 (utførelsen av hensiktsmessighets/egnethetstest) og artikkel 39 (avtale med ikke-profesjonell kunde). Gjennomføringsdirektivet har også en egen bestemmelse i artikkel 28 om at verdipapirforetaket skal informere om sin kundekategorisering i henhold til MiFID.

MiFID har enkelte særskilte bestemmelser om en undergruppe av de profesjonelle kundene – såkalte kvalifiserte motparter («eligible counterparties»). Dette er «særlig profesjonelle» motparter, som ikke engang behøver den beskyttelse rammedirektivets generelle investorbeskyttelsesregler gir. Det følger av MiFID artikkel 24 (og av de utfyllende reglene i gjennomføringsdirektivet artikkel 50) at reglene om investorbeskyttelse i MiFID kan gis begrenset anvendelse overfor slike kunder. Bestemmelsene er nærmere omtalt nedenfor under punkt 7.7.

7.2 Interessekonflikter

7.2.1 Norsk rett

Verdipapirhandeloven § 9-1 første ledd nr. 1 pålegger verdipapirforetaket å være oppbygd og organisert slik at risikoen for interessekonflikter mellom foretaket og kundene, men også mellom foretakets kunder, begrenses til et minimum. Dersom verdipapirforetaket oppretter en filial, skal organisasjonsmåten ikke være i strid med de reglene som gjelder for god forretningsskikk som vertsstaten har fastsatt med hensyn til interessekonflikter.

Verdipapirforetaket har også en plikt til å «bestrebe» seg på å unngå interessekonflikter, jf. § 9-2 første ledd nr. 6. Bestemmelsen stiller krav til god forretningsskikk. Foretaket skal blant annet sørge for at kundens interesser går foran verdipapirforetakets interesser. Foretaket skal også sørge for at enkelte kunder ikke tilgodeses på bekostning av andre kunder, når dette er usaklig.

Utover dette er det ingen egne bestemmelser i verdipapirhandeloven som regulerer interessekonflikter særskilt. Enkelte regler vil nok imidlertid mer eller mindre indirekte ha betydning i forhold til interessekonflikter, blant annet ved at de oppstiller nærmere regler om hvordan foretakets eller de ansatte skal utøve virksomheten. Dette gjelder blant annet § 9-3 om krav til god forretningsskikk ved egenhandel.

7.2.2 EØS-rett

MiFID artikkel 18 regulerer interessekonflikter. Kommisjonen har vedtatt utfyllende bestemmelser til artikkel 18, jf. kommisjonsdirektiv 2006/73/EF (gjennomføringsdirektivet) artikkel 22. Utvalget har omtalt innholdet MiFID artikkel 18 i NOU 2006: 3 pkt. 4.1.1:

«I følge MiFID art. 18 nr. 1 skal medlemsstatene stille krav om at verdipapirforetak treffer alle rimelige forholdsregler med hensyn til å identifisere interessekonflikter:

«Member States shall require investment firms to take all reasonable steps to identify conflicts of interest between themselves, including their managers, employees and tied agents, or any

person directly or indirectly linked to them by control and their clients or between one client and another that arise in the course of providing any investment and ancillary services, or combinations thereof.»

Bestemmelsen stiller krav til verdipapirforetaks rutiner med hensyn til å identifisere (mulige) interessekonflikter. Bestemmelsen er i seg selv ikke et forbud mot interessekonflikter, og gir heller ikke anvisning på håndteringen av slike. Slike regler følger av MiFID art. 13 nr. 3.

Kommisjonen vil fastsette utfyllende regler til MiFID art. 13 og 18, jf. utkast til kommisjonsdirektiv.

Dersom verdipapirforetakets organisatoriske og administrative ordninger for å håndtere interessekonflikter ikke i seg selv er tilstrekkelig til å sikre kundenes interesser på en rimelig betryggende måte, skal foretaket klart opplyse om kilder for mulige interessekonflikter og deres generelle karakter. Før dette er ivarettatt kan verdipapirforetaket ikke gjennomføre forretninger for kundens regning, jf. art. 18 nr. 2:

«Where organisational or administrative arrangements made by the investment firm in accordance with Article 13(3) to manage conflicts of interest are not sufficient to ensure, with reasonable confidence, that risks of damage to client interests will be prevented, the investment firm shall clearly disclose the general nature and/or sources of conflicts of interest to the client before undertaking business on its behalf.»

Som nevnt ovenfor, er det gitt utfyllende bestemmelser om interessekonflikter i gjennomføringsdirektivet artikkel 21 og 22. Artikkel 21 har nærmere regler for hvordan man avgjør om man står overfor en interessekonflikt. Artikkel 22 krever at medlemsstatene oppstiller et krav om at verdipapirforetaket skal ha effektive rutiner («policy») for å håndtere interessekonflikter. Det er videre et krav at slike rutiner skal være nedfelt skriftlig, og være avpasset til størrelsen og organiseringen av verdipapirforetaket, samt stå i forhold til virksomhetens art, skala og kompleksitet. Dersom foretaket er del av en gruppe, skal rutinene også ta høyde for de potensielle interessekonflikter som kan oppstå som følge av organiseringen av og virksomheten til gruppen. Gjennomføringsdirektivet artikkel 22 nr. 2 stiller nærmere krav til innholdet i foretakets rutiner, for eksempel at det skal etableres prosedyrer som skal følges ved interessekonflikter. Videre skal medlemsstatene sikre at disse prosedyrene og tiltakene for å unngå interessekonflikter er utarbeidet slik at de sikrer at de per-

sonene som (potensielt) er involvert, er tilstrekkelig uavhengige, jf. artikkel 22 nr. 3. Medlemsstatene skal videre sikre at verdipapirforetakene opplyser kundene sine om rutiner for interessekonflikter gjennom et varig medium, og med tilstrekkelige detaljer.

Gjennomføringsdirektivet artikkel 23 krever at medlemsstatene skal pålegge verdipapirforetakene å føre lister over investeringstjenester og tilknyttede tjenester som har vært opphav til en eller annen form for interessekonflikt. Artikkel 25 oppstiller ytterligere krav til den interne organiseringen når verdipapirforetaket utarbeider og sprer investeringsanalyser. Hva som defineres som investeringsanalyse fremgår av gjennomføringsdirektivet artikkel 24.

7.2.3 Utvalgets forslag

Utvalget har vurdert behovet for ytterligere regler om interessekonflikter i norsk rett som følge av MiFID artikkel 18. Utvalget har konkludert med at MiFIDs og (utkastet til) gjennomføringsdirektivets bestemmelser er mer detaljerte enn gjeldende norsk rett når det gjelder identifisering og håndtering av interessekonflikter. Utvalget foreslår derfor en egen bestemmelse om interessekonflikter i utkastet § 10-12. Utvalget har lagt til grunn at de utfyllende reglene om interessekonflikter som fastsettes i gjennomføringsdirektivet, kan gjennomføres i forskrift i norsk rett. Utvalget har derfor foreslått en egen forskrifthjemmel, jf. utkastet § 10-12 tredje ledd.

Det følger av utkastet § 10-12 første ledd første punktum at verdipapirforetaket skal treffe alle rimelige forholdsregler for å identifisere interessekonflikter. Gjeldende bestemmelse i verdipapirhandelloven § 9-2 første ledd nr. 6 om at verdipapirforetaket skal «bestrebe seg» på å unngå interessekonflikter, foreslås videreført i utkastet § 10-12 første ledd annet punktum. I den forbindelse skal foretaket blant annet sørge for at kundens interesser går foran foretakets interesser og at enkeltkunder ikke usaklig tilgodeses på bekostning av andre kunder.

Utvalget uttaler at den foreslåtte bestemmelsen i utkastet § 10-12 må leses i sammenheng med utkastet § 9-11 om organisering av virksomheten. Det følger av utkastet § 10-12 annet ledd første punktum at dersom tiltakene etter § 9-11 første ledd nr. 2 (som krever at foretaket skal være bygd opp og organisert slik at risikoen for interessekonflikter begrenses til et minimum), ikke skulle være tilstrekkelig til å sikre kundens interesser på en betryggende måte, så må foretaket opplyse kun-

dene om mulige interessekonflikter og deres generelle karakter. Utkastet § 10-12 annet ledd annet punktum fastsetter at verdipapirforetaket ikke kan gjennomføre forretninger for kundens regning før kunde har fått disse opplysningene.

Som nevnt ovenfor følger det av utkastet § 10-12 tredje ledd at departementet kan fastsette nærmere forskrifter til bestemmelsen. Utvalget viser til at forskriftshjemmelen tar sikte på å gjennomføre de utfyllende reglene som følger av gjennomføringsdirektivet (kommisjonsdirektiv 2006/73/EF).

7.2.4 Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet understreker at opplysninger om potensielle interessekonflikter gis på en slik måte at opplysningen fremkommer klart, og at informasjonen ikke blir borte blant annen informasjon. Kredittilsynet viser i den sammenheng til direktivets ordlyd – «clearly disclose».

Advokatforeningen har følgende merknader til utvalgets utkast:

«§ 10-12 (2) fastsetter at verdipapirforetaket skal opplyse kunden om interessekonflikt dersom selskapet ikke kan ivareta kundens interesser på en tilstrekkelig måte sett hen til interessekonflikten.

Hva som er tilstrekkelig fremstår ut i fra den foreslåtte ordlyden som en objektiv norm. Etter Direktivets artikkel 18 punkt 2 oppstår ikke opplysningsplikten hvis det «with reasonable confidence» kan unngås at kundens interesser blir skadelidende.

Dermed blir vurderingstemaet etter verdipapirhandeloven § 10-12 (2) annerledes enn vurderingstemaet etter Direktivet.

Av hensyn til korrekt implementering, foreslås det derfor at § 10-12 (2) endres slik at «med rimelig sikkerhet» settes inn foran «sikre kundens interesser».

Opplysningsplikt gjelder etter ordlyden ovenfor den nye kunden.»

Nordic Association of Electricity Traders (NAET) gir uttrykk for tilsvarende synspunkter som Advokatforeningen.

Ingen av de øvrige høringsinstanser har merknader til utvalgets forslag.

7.2.5 Departementets vurdering

Departementet er enig med utvalget i at det bør inntas en egen bestemmelse om interessekonflikter for å gjennomføre direktivets bestemmelser på dette punktet. Departementet er videre enig med utvalget i at de generelle hovedreglene bør følge av

loven, mens de mer detaljerte bestemmelsene kan fastsettes i forskrift slik det gjennomgående er foreslått i dette lovforslaget. Etter omstendighetene vil bestemmelsene om god forretningsskikk kunne utfylle og supplere de mer detaljerte reglene om interessekonflikter.

Departementet foreslår i likhet med utvalget at verdipapirforetaket skal treffe alle rimelige holdsregler for å identifisere interessekonflikter. Direktivet artikkel 18 nr. 1 presiserer at det dreier seg om interessekonflikter mellom foretaket og kundene, og mellom ulike kunder. Departementet foreslår at dette også fremgår eksplisitt i lovforslaget. Direktivet presiserer også at det dreier seg om interessekonflikter som oppstår når verdipapirforetaket yter investeringstjenester eller tilknyttede tjenester. Departementet viser til at den norske gjennomføringsbestemmelsen omfatter foretakets virksomhet som sådan, herunder yting av investeringstjenester og tilknyttede tjenester. Det anses derfor ikke nødvendig å presisere dette særskilt i lovteksten. Det vises til lovforslaget § 10-10 første ledd.

Utvalget foreslår å videreføre gjeldende regel i vphl. § 9-2 første ledd nr. 6 om at foretaket skal «bestrebe» seg på å unngå interessekonflikter, jf. utkastet § 10-12 første ledd annet punktum. MiFID inneholder ingen tilsvarende bestemmelse om dette, men artikkel 13 nr. 3 (om foretakets organisering) krever at foretaket skal ha og utøve effektive organisatoriske og effektive ordninger med hensyn til å ta alle rimelige skritt for å unngå interessekonflikter. Departementet viser til at tilsvarende regler fremgår av lovforslaget § 9-11 første ledd nr. 2. Videre gis det omfattende regler om interessekonflikter i gjennomføringsdirektivet artikkel 21-25. Disse reglene bygger på MiFID artikkel 13 nr. 3 og artikkel 18, og angir detaljerte krav til identifisering, håndtering og avdekking av potensielle interessekonflikter. Etter departementets vurdering vil en ved gjennomføring av disse EØS-reglene i norsk rett få en hensiktsmessig og betryggende regulering av interessekonflikter, og vil derfor ikke foreslå å videreføre bestemmelsen i gjeldende vphl. § 9-3 første ledd nr. 6. Det vises for øvrig til at reglene om god forretningsskikk etter omstendighetene vil kunne supplere og utfylle reglene om interessekonflikter, jf. nedenfor punkt 7.3.

De foreslåtte reglene om organisering av virksomheten i lovforslaget § 9-11 første ledd nr. 2, gjelder også interessekonflikter. Verdipapirforetaket skal i henhold til denne delen av lovforslaget, som nevnt ovenfor, være oppbygd og organisert slik at risikoen for interessekonflikter begrenses til et

minimum. Dersom disse tiltakene ikke med rimelig sikkerhet er tilstrekkelige til å sikre kundens interesser, foreslår departementet at foretaket skal opplyse kunden om mulige interessekonflikter, jf. lovforslaget § 10-10 annet ledd. Forslaget er i hovedsak tråd med utvalgets utkast. Det er etter departementets vurdering tilstrekkelig at foretaket opplyser om mulige interessekonflikter, slik at «og deres generelle krav» ikke videreføres i lovforslaget. Dersom det foreligger opplysningsplikt, skal verdipapirforetaket ikke gjennomføre forretninger for kundens regning før kunden har fått opplysningene. Bestemmelsen har til formål å gjennomføre MiFID artikkel 18 nr. 2. Det vises til lovforslaget § 10-10 annet ledd.

Departementet slutter seg til forskriftshjemmelen i utkastet § 10-12 tredje ledd, jf. lovforslaget § 10-10 tredje ledd. Forskriftshjemmelen vil blant annet kunne benyttes til å gjennomføre relativt omfattende bestemmelser i gjennomføringsdirektivet artikkel 21-25 i norsk rett.

7.3 God forretningsskikk ved yting av investeringstjenester

7.3.1 Norsk rett

Kravet om at verdipapirforetaket skal utøve sin virksomhet i tråd med det som regnes som god forretningsskikk, følger av verdipapirhandelloven § 9-2. Verdipapirhandelloven § 9-3 har også regler om god forretningsskikk, men er en særlig regel knyttet til verdipapirforetakets egenhandel.

Utvalget har omtalt § 9-2 i NOU 2006: 3 pkt. 4.2.2:

«Verdipapirhandellovens regler om god forretningsskikk følger av vphl. § 9-2. Bestemmelsens første ledd første punktum uttaler at verdipapirforetak skal utøve sin virksomhet i samsvar med de vilkår som er satt for tillatelsen, øvrige bestemmelser som gjelder for utøvelsen av dets virksomhet samt god forretningsskikk. Det er videre gitt enkelte nærmere regler i første ledd annet punktum:

«Foretaket skal herunder påse at kundenes interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte ved at det:

1. opptre ryddig og korrekt i utøvelsen av sin virksomhet, herunder utfører mottatte oppdrag med tilbørlig omhu og hurtighet,
2. utviser den nødvendige kompetanse, omhu og interesse i sin opptreden,
3. har og effektivt benytter de ressurser og de fremgangsmåter som er nødvendig for å kunne utøve virksomheten på en god måte,
4. sørger for å få nødvendige opplysninger om kundenes identitet, økonomiske stilling og investeringserfaring,

5. på en egnet måte gir de nødvendige opplysninger under forhandlingene med sine kunder, og
6. bestreber seg på å unngå interessekonflikter ved bl.a. å sørge for at kundens interesser går foran foretakets interesser, samt at enkelte kunder ikke usaklig tilgodeses på bekostning av andre kunder.»»

Departementet har ingen merknader til utvalgets fremstilling av gjeldende rett.

7.3.2 EØS-rett

Bestemmelser om god forretningsskikk finnes spredt i MiFID, men hovedbestemmelsen er MiFID artikkel 19. Kommisjonen har fastsatt utfyllende rettsakter til artikkel 19, jf. kommisjonsdirektiv 2006/73/EF (gjennomføringsdirektivet) artikkel 26 til 45.

Artikkel 19 nr. 1 oppstiller en hovedregel om at verdipapirforetaket skal opptre ærlig, redelig og profesjonelt. Mer detaljerte krav følger av samme bestemmelse nr. 2 til 8. Kravene som følger av nr. 2 til 8 er ikke uttømmende, jf. at artikkel 19 nr. 1 viser til disse som krav som må følges «in particular». Utvalget har redegjort nærmere for innholdet i artikkel 19 nr. 2 til 10 (NOU 2006: 3 pkt. 4.2.1):

«I følge art. 19 nr. 2 skal alle opplysninger, herunder markedsføringsmateriale, som verdipapirforetaket sender til (potensielle) kunder være korrekte, klare og ikke villedende («fair, clear and not misleading»). Markedsføringsmateriale skal tydelig fremstå som sådan. Art. 19 nr. 2 kan ses i sammenheng med markedsmisbruksdirektivet 2003/6/EF art. 6 nr. 5 og kommisjonsdirektiv 2003/125/EF om utarbeidelse og formidling av investeringsanbefalinger.

Av art. 19 nr. 3 fremgår at det i en forståelig form skal gis relevante opplysninger til kunder og potensielle kunder om:

- verdipapirforetaket og de tjenester som tilbys,
- finansielle instrumenter og foreslåtte investeringsstrategier, som herunder gir relevant veiledning og relevante advarsler om risiko forbundet med investeringer i de aktuelle instrumenter eller i tråd med de foreslåtte strategier,
- handelssystemer som (kan) benyttes,
- omkostninger og gebyrer.

Formålet med bestemmelsen er at investorene i rimelig grad settes i stand til å fatte investeringsbeslutninger på informert grunnlag, jf. art. 19 nr. 3 annet ledd:

«so that they are reasonably able to understand the nature and risks of the investment service

and of the specific type of financial instrument that is being offered and, consequently, to take investment decisions on an informed basis.»

Informasjonen som nevnt i art. 19 nr. 3 kan gis i et standardisert format. Utvalget viser til at slik informasjon for eksempel kan formidles gjennom verdipapirforetakets forretningsvilkår eller gjennom standardformuleringer mynnet på den aktuelle situasjon.

Art. 19 nr. 4 gjelder verdipapirforetak som yter tjenester i form av investeringsrådgivning eller aktiv forvaltning. I slike tilfeller skal foretaket innhente de nødvendige opplysninger om (den potensielle) kundens kunnskap om og erfaring fra det investeringsområde som er relevant for det aktuelle produkt eller tjeneste, samt hans finansielle situasjon og investeringsmål. Undersøkelsene skal sette foretaket i stand til å anbefale den investeringstjeneste og de finansielle instrumenter som egner seg for vedkommende.

For andre investeringstjenesteytelser enn de som er nevnt i art. 19 nr. 4 skal verdipapirforetaket innhente opplysninger om (den potensielle) kundens kunnskap om og erfaring fra det investeringsområde som er relevant for det aktuelle produkt eller tjeneste som tilbys eller etterspørres, jf. art. 19 nr. 5 første ledd. Foretakets undersøkelser skal sette det i stand til å vurdere om den av kunden påtenkte investeringstjeneste eller det påtenkte investeringsprodukt er hensiktsmessig for vedkommende. Hvis foretaket finner at investeringstjenesten (eller produktet) ikke er hensiktsmessig for kunden, skal han advares om dette. Slik advarsel kan gis i et standardisert format, jf. art. 19 nr. 5 annet ledd. Dersom (den potensielle) kunden velger å ikke gi de opplysninger som verdipapirforetaket plikter å innhente, eller han gir ufullstendige opplysninger i så måte, skal foretaket advare kunden om at dette gjør det umulig å avgjøre hva som er hensiktsmessig for vedkommende, jf. art. 19 nr. 5 tredje ledd. Også slike advarsler kan gis i et standardisert format.

I følge art. 19 nr. 6 skal det i enkelte situasjoner gjøres unntak fra foretakets plikter med hensyn til å innhente informasjon fra eller vurdere hensiktsmessigheten for kunden slik det er beskrevet ovenfor vedrørende art. 19 nr. 5. Dette unntaket gjelder når verdipapirforetaket yter investeringstjenester overfor kunden som utelukkende består av mottak, formidling og utførelse av ordre, eventuelt med tillegg av tilknyttede tjenester (såkalt «execution only» virksomhet). Forutsetningen for unntaket er at visse vilkår er oppfylt, jf. art. 19 nr. 6 første til fjerde strekpunkt:

- Tjenestene må gjelde aksjer notert på et regulert marked eller et tilsvarende tredje-

landsmarked (det vil si markeder i land utenfor EØS-området som oppfyller krav tilsvarende MiFID del III), pengemarkedsinstrumenter, obligasjoner og andre gjeldsinstrumenter (unntatt de som omfatter et avledet instrument), UCITS og andre ikke-komplekse finansielle instrumenter. Kommisjonen skal offentliggjøre og ajourføre en fortegnelse over de tredjelandsmarkeder som anses for å være tilsvarende markeder.

- Tjenestene må ytes på kundens initiativ.
- Kunden må klart underrettes om at verdipapirforetaket ved ytelsen av tjenesten ikke har plikt til å vurdere hensiktsmessigheten vedrørende det leverte eller tilbudte instrument eller tjenesteytelse, og at den investorbeskyttelse som denne plikten medfører dermed ikke er til stede. Denne advarselen kan gis i et standardisert format.
- Verdipapirforetaket må oppfylle reglene i art. 18 om interessekonflikter.

Utvalget antar at unntaket i art. 19 nr. 6 for eksempel kan være praktisk for nettbaserte verdipapirforetak, forutsatt at kundene klart underrettes om at foretaket ikke vil gi råd i forbindelse med kundens handler eller yte andre investeringstjenester enn de som er nevnt i art. 19 nr. 6.

I følge art. 19 nr. 7 skal verdipapirforetaket opprette et kunderegister som omfatter de dokumenter som gir uttrykk for avtaleforholdet (rettigheter og forpliktelser) mellom partene, herunder dokumenter som viser de betingelser som gjelder for foretakets tjenesteyting overfor kunden. Partenes avtalte rettigheter og forpliktelser kan fremgå ved henvisning til andre dokumenter eller til offentligrettslig regulering.

Verdipapirforetaket skal i følge art. 19 nr. 8 sørge for at kunden mottar en fyllestgjørende rapport om de tjenester det har utført. I den grad det er relevant, skal rapporten omfatte omkostninger i forbindelse med de transaksjoner og tjenesteytelser som er gjennomført for kundens regning.

Art. 19 nr. 9 gjør det klart at reglene som nevnt ovenfor ikke skal komme til anvendelse på investeringstjenester som inngår i et finansielt produkt som allerede er omfattet av andre bestemmelser om risikovurdering av kunder eller opplysningskrav i fellesskapslovgivningen eller felles europeiske standarder i forbindelse med kredittinstitusjoner og forbrukerkreditt.

Kommisjonen kan fastsette utfyllende rettsakter med hjemmel i art. 19 nr. 10, jf. utkast til kommisjonsdirektiv art. 26 flg.»

Gjennomføringsdirektivet har i artikkel 26 til 45 nærmere regler om god forretningsskikk.

Reglene gjelder fordeler (inducements), informasjon til kunder og potensielle kunder, vurdering av egnethet (suitability/appropriateness), rapportering til kunden, og beste utførelse av ordre. Bestemmelsene i gjennomføringsdirektivet er detaljerte og presiserer det nærmere innholdet i det generelle kravet til god forretningsskikk.

7.3.3 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår en egen bestemmelse om god forretningsskikk i utkastet § 10-13. Bestemmelsen tar sikte på å gjennomføre MiFID artikkel 19, og er nærmere omtalt i NOU 2006: 3 pkt. 4.2.3:

«Utvalget foreslår at det fastsettes en ny bestemmelse om god forretningsskikk i § 10-13. Bestemmelsen foreslås utformet i tråd med direktivets krav, men hvor visse deler av den nåværende bestemmelsen beholdes. Dette gjelder for eksempel § 9-2 første ledd, jf. art. 19 nr. 1, og sjette til syvende ledd. Det foreslås en hjemmel til å fastsette utfyllende regler i forskrift. Utvalget antar at dagens praktisering av bestemmelsen kan videreføres så langt dette ikke er i strid med EØS-forpliktelsene og de utfyllende bestemmelser som fastsettes på bakgrunn av disse. Utvalget foreslår for øvrig å videreføre bestemmelsen i § 9-3 om god forretningsskikk ved egenhandel, jf. lovutkastet § 10-14. Utvalget peker i den forbindelse på at § 9-3 er en hensiktsmessig presisering av det generelle kravet til god forretningsskikk i henholdsvis § 9-2 og direktivet.»

Utvalget foreslår i utkastet § 10-13 følgende plikter for verdipapirforetaket:

- plikt til å utøve virksomheten i samsvar med god forretningsskikk, i tråd med nærmere angitte krav (første ledd),
- plikt til å påse at all informasjon som gis til eksisterende og potensielle kunder er korrekt, klar og ikke villedende, samt til å skille ut det som er markedsføringsinformasjon (annet ledd),
- plikt til å gi kundene relevante opplysninger i en forståelig form om blant annet foretaket og de tjenestene foretaket yter, finansielle instrumenter og investeringsstrategier og omkostninger og gebyrer (tredje ledd),
- plikt til å innhente nødvendige opplysninger om kundens kunnskap og erfaringer fra det aktuelle investeringsområdet, med mindre verdipapirforetaket yter investeringstjenester som bare består av mottak, formidling og utførelse av ordre (fjerde, femte og sjette ledd),

- plikt til å ha kunderegister som omfatter de dokumentene som gir uttrykk for avtaleforholdet mellom partene (syvende ledd)
- plikt til å gi kunden utfyllende rapporter om utførte tjenester (åttende ledd),
- plikt til å vurdere kravet til god forretningsskikk på bakgrunn av investors profesjonalitet (niende ledd),
- plikt til å opplyse om hvilken dekning som gis under Verdipapirforetakenes sikringsfond (tiende ledd).

Videre foreslår utvalget at ytelse av investeringstjenester bare kan foretas fra fast forretningssted, jf. utkastet § 10-13 ellefte ledd. De reglene som er foreslått i utkastet § 10-13 foreslås gjort tilsvarende gjeldende for foretakets ansatte og tillitsvalgte, og for personer og foretak som har innflytelse i verdipapirforetaket som omfattes av aksjeloven § 1-3 annet ledd/allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd (konserntilknytning), jf. utkastet § 10-13 tolvte ledd. I utkastet § 10-13 trettende ledd foreslår utvalget at departementet kan gi utfyllende forskrifter om de krav som stilles i bestemmelsen.

7.3.4 Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet uttaler:

«Det er Kredittilsynets oppfatning at utvalgets forslag i utkastet § 10-13 om god forretningsskikk i hovedsak er viktige presiseringer av hva som allerede følger av gjeldende vphl. § 9-2.

Kredittilsynet forutsetter at utvalgets forslag om unntak fra foretakets plikt til å innhente opplysninger om kundens kunnskap og erfaring vil være snevert. Dette på bakgrunn av de omfattende vilkårene som må være oppfylt for at unntaket fra plikten til å innhente opplysninger om kundens profesjonalitet og plikten til å vurdere hensiktsmessigheten for kunden, herunder at investeringstjenesten må ytes på kundens initiativ. Videre konstaterer Kredittilsynet at unntaket ikke vil gjelde der verdipapirforetaket på en eller annen måte gir investeringsråd i forkant, individuelt eller mot en samlet kundekrets. Kredittilsynet forutsetter at vilkåret om at initiativet må komme fra kunden, vil gjelde ved hver handel og ikke bare ved etableringen av kundeforholdet.»

Norges Fondsmeglerforbund har merknader til utvalgets utkast til regler om god forretningsskikk:

«Flere norske særregler er videreført i lovutkastet knyttet til reglene om «god forretningsskikk», henholdsvis § 10-13 (1) nr. 1 til 5. Selv om MiFID som nevnt er et minimumsdirektiv,

bør det nøye vurderes også på dette området hvorvidt det er nødvendig å beholde denne særreguleringen i Norge. Det kan hevdes at særlig lovutkastets § 10-13 (1) nr. 1, 4 og 5 er overflødige, da forpliktelsene etter disse reglene etter implementeringen av MiFID fremgår av nye lovregler.

Etter vår oppfatning reguleres lovutkastets § 10-13 (1) nr. 1 av de nye og mer detaljerte reglene i lovutkastets § 10-15 om «beste resultat ved utførelse av ordre». Videre vil kravene om å innhente opplysninger om «kundens identitet, økonomiske stilling og investeringserfaring» i lovutkastets § 10-13 (1) nr. 4 også følge av reglene om verdipapirforetakets plikt til å foreta den såkalte «Egnetshetstesten» i lovutkastets § 10-13 (4) samt «Hensiktsmessighetstesten» i lovutkastets § 10-13 (5). Det må således vurderes hvorvidt lovutkastets § 10-13 (1) nr. 4 er overflødig og om dette i verste fall kan skape forvirring med hensyn til hvordan denne bestemmelsen skal tolkes i lys av de nye kravene som følger av lovutkastets § 10-13 (4) og § 10-13 (5).

Videre er vår oppfatning at lovutkastets § 10-13 (1) nr. 5 er overflødig, da denne forpliktelsen vil være omfattet av de nye kravene som følger av lovutkastets § 10-13 (3), hvor verdipapirforetakene pålegges en mer detaljerte informasjonskrav ovenfor sine kunder enn de som fremgår etter dagens vphl. Tilslutt bemerkes at lovutkastets § 10-13 (1) nr. 2 og 3 etter vår mening har liten selvstendig betydning, da dette må antas å følge direkte av hva som ligger i den rettslige standarden «god forretningsskikk».

Norsk Venturekapitalforening uttaler:

«Det er i lovforslagets utkast til ny § 10-13 (4) gitt bestemmelser om at et rådgivningsselskap må innhente nødvendige opplysninger om en kundes kunnskap og erfaring fra det aktuelle investeringsområde.

Bestemmelsen fremstår ikke som godt tilpasset en struktur hvor et rådgivningsselskap har én kunde (fondet) gjennom en lengre periode som dekker hele fondets levetid. Fondene vil måtte betraktes som innsiktsfulle kunder med lite investorbeskyttelsesbehov. Det bør avklares nærmere hvilken aktivitetsplikt som vil pålegges rådgivningsselskap i forhold til fond i private equity-strukturer.»

Advokatforeningen knytter enkelte merknader til utkastet til bestemmelser om at verdipapirforetaket skal innhente opplysninger om kunden:

«§ 10-13 (4) og (5) pålegger verdipapirforetak å «innhente» opplysninger om kundens kunnskap og erfaring fra det aktuelle investerings-

området. Dette er nye bestemmelser som stammer fra Direktivet.

I forhold til «investment advice» og «portfolio management» bruker Direktivet ordlyden «obtain» i forhold til hvordan verdipapirforetaket skal skaffe seg opplysningene. I forhold til andre tjenester benyttes ordlyden «ask». For verdipapirforetakene ligger det en større aktivitetsplikt i formuleringen «obtain» enn «ask». Denne nyansen kommer ikke til uttrykk i § 10-13 (5) sammenholdt med § 10-13 (4). I den danske teksten fremkommer nyansen ved «indhente» og «udbede».

På den bakgrunn anbefales det at «innhente» i § 10-13 (5) byttes ut med «be om».

Ingen av de øvrige høringsinstansene har merknader til utvalgets forslag.

7.3.5 Departementets vurdering

Kravet om at verdipapirforetakene skal utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk er etter departementets vurdering en viktig bestemmelse. Både gjeldende rett og MiFID utdyper nærmere hva kravet til god forretningsskikk innebærer, jf. verdipapirhandelloven §§ 9-2 og 9-3, MiFID artikkel 19 og gjennomføringsdirektivet artikkel 26-45. Departementet er enig med utvalget i at MiFIDs regler er mer omfattende og detaljerte enn gjeldende norsk rett, og at de norske reglene bør erstatte med nye lov- og forskriftshjemler som gjennomfører MiFID og gjennomføringsdirektivet.

Departementet viser til at det er omfattende regler i gjennomføringsdirektivet om god forretningsskikk. Disse bestemmelsene er detaljerte og omfangsrike, og bør etter departementets vurdering gjennomføres i forskrift. Departementet er således enig med utvalgets lovtekniske tilnærming på dette punktet.

Generelt vil departementet bemerke at de mer presise angivelsene i direktivet og gjennomføringsreglene, ikke kan anses som en uttømmende angivelse av innholdet i den rettslige standarden «god forretningsskikk». Slik er også bestemmelsen i MiFID art. 19 og i gjeldende norsk rett.

I utvalgets utkast til § 10-13 første ledd foreslås dels en gjennomføring av MiFID artikkel 19 nr. 1, men i nr. 1 til 5 foreslås også enkelte presiseringer av den rettslige standarden «god forretningsskikk». Disse presiseringene tar sikte på å videreføre gjeldende bestemmelse i vphl. § 9-2. Gjennomføringsdirektivet artikkel 26 til 49, gir langt mer omfattende og detaljerte presiseringer enn hva som i dag følger av vphl. § 9-2. Dette gjelder bl.a. de detaljerte reglene om håndtering av kundeordre i lovforslaget § 10-13 og gjennomføringsdirektivet

artikkel 44-46, som går vesentlig lenger enn det gjeldende kravet om at foretaket skal utføre oppdrag «med tilbørlig omhu og hurtighet», jf vphl. § 9-2 og utkastet § 10-13 første ledd nr. 1. Tilsvarende gjelder direktivenes krav til å kjenne sine kunder, slik at foretaket er i en posisjon til å yte tjenester som dekker kundens behov, jf. nærmere nedenfor om «hensiktsmessighetstesten» og «egnethetstesten» ved yting av ulike typer investeringstjenester. Disse reglene er langt mer omfattende enn gjeldende bestemmelse i vphl. § 9-2 (som utvalget foreslår å videreføre i utkastet § 10-13 første ledd nr. 4) om at foretaket skal sørge for «å få nødvendige opplysninger om kundenes identitet, økonomiske stilling og investeringserfaring». MiFID og gjennomføringsdirektivet artikkel 27-34 inneholder også omfattende bestemmelser om hvilken informasjon som i utgangspunktet skal gis kundene, som går vesentlig lenger enn den motsvarende bestemmelse i vphl. § 9-2 som utvalget har foreslått å videreføre i utkastet § 10-13 første ledd nr. 5. Etter departementets vurdering er det ikke hensiktsmessig å videreføre disse presiseringene til god forretningsskikk i lovforslaget, siden det gjennomgående gjelder mer omfattende krav i MiFID og gjennomføringsdirektivet. Dersom en opprettholder de norske bestemmelsene på disse områdene (hvor det finnes mer detaljerte krav i gjennomføringsdirektivet), risikerer en uklarhet – og i verste fall motstrid – med hensyn til hvordan foretakene skal innrette seg. På denne bakgrunn vil ikke departementet slutte seg til utvalgets forslag om å videreføre presiseringene av god forretningsskikk i gjeldende vphl. § 9-2, jf utkastet § 10-13 første ledd nr. 1 til 5. Det vises for øvrig til at gjennomføringsdirektivets artikkel 4 innebærer at medlemslandene uansett har begrenset adgang til å pålegge ytterligere krav enn de som følger av gjennomføringsdirektivet, jf. generell omtale om dette i punkt 3.3 ovenfor.

Departementet slutter seg til utvalgets utkast til bestemmelser om informasjon i utkastet § 10-13 annet og tredje ledd, men foreslår at rekkefølgen byttes om. Dette vil innebære at bestemmelsen først gir regler om hvilken informasjon som skal gis, deretter krav om at slik informasjon skal være korrekt mv.

Departementet foreslår at verdipapirforetaket skal gi kunder og potensielle kunder informasjon om

- foretaket og tjenestene som ytes,
- finansielle instrumenter og foreslåtte investeringsstrategier, herunder veiledning og advarsler,
- om risiko i så henseende,

- handelssystemer og markedsplasser og
- omkostninger og gebyrer.

Departementet foreslår i likhet med utvalget at slike opplysninger skal gis i en forståelig form. Direktivet artikkel 19 nr. 3 har en tilsvarende bestemmelse, men hvor det presiseres at opplysningene skal gjøre kunden rimelig i stand til å forstå arten og risikoen forbundet med investerings-tjenesten og de finansielle instrumentene som tilbys, slik at kunden er i stand til å ta en informert investeringsbeslutning. Direktivet åpner også for at opplysningene kan gis i et standardisert format. Det vises til lovforslaget § 10-11 annet ledd.

Departementet foreslår videre at verdipapirforetaket skal ha plikt til å påse at den informasjonen som blir gitt til kunder og potensielle kunder er korrekt og klar. Verdipapirforetaket skal også påse at informasjonen ikke er villledende. Dersom det gis markedsføringsinformasjon, skal denne klart angis som dette (markedsføring). Dette følger av lovforslaget § 10-11 tredje ledd. Bestemmelsen vil gjennomføre direktivet artikkel 19 nr. 2.

Ved ytelse av enkelte investeringstjenester, pålegger direktivet mer omfattende veiledningsforpliktelser enn ved ytelse av andre tjenester. Direktivet artikkel 19 nr. 4 pålegger foretaket omfattende plikter ved yting av investeringsrådgivning og aktiv forvaltning. Etter forslaget skal verdipapirforetaket innhente nødvendige opplysninger om kundens kunnskap om og erfaring fra det aktuelle investeringsområdet. Verdipapirforetaket skal også innhente nødvendige opplysninger om kundens finansielle situasjon og investeringsmål. Det følger av lovforslaget at disse undersøkelsene av kunden skal gjøre foretaket i stand til å anbefale den investeringstjeneste og de finansielle instrumenter som egner seg for kunden. Departementet anser for øvrig at «innhente» er en dekkende oversettelse av det engelske ordet «obtain» i direktivet. Det avgjørende er at verdipapirforetaket pålegges en aktiv plikt til å skaffe til veie de opplysningene som kreves. Det vises til lovforslaget § 10-11 fjerde ledd. Departementet viser til at plikten som pålegges etter lovforslaget § 10-11 fjerde ledd, er viktig ut fra hensynet til investorbeskyttelse. Verdipapirforetaket skal gjøre en selvstendig vurdering av kunden, ut fra de opplysningene som innhentes, i forhold til den investeringstjenesten og de finansielle instrumentene som tilbys. Kunden (investor) er i slike rådgivnings- og forvaltningstilfeller avhengig av å kunne stole på at verdipapirforetaket tilpasser sine tjenester til det nivå – erfarings- og kunnskapsmessig – som kundens forhold tilsier. Det er store forskjeller mellom de enkelte kunder,

og investeringstjenestene rådgivning og forvaltning er nettopp kjennetegnet av at de må tilpasses de personlige forhold ved den enkelte investor. Departementet legger for øvrig til grunn at det innenfor en private equity-struktur ikke vil være særlig tyngende for rådgivningsselskapet å måtte foreta en slik test i forhold til fondsdelen/målselskapet, jf. Norsk Venturekapitalforenings høringsuttalelse. Departementet viser for øvrig til at reglene vil kunne tilpasses den aktuelle kundes profesjonalitet, jf. nærmere omtale i punkt 7.1 og 7.7.

En noe mindre omfattende vurdering av kunden foreslås pålagt når verdipapirforetaket yter andre investeringstjenester enn aktiv forvaltning og investeringsrådgivning. Det vises til lovforslaget § 10-11 femte ledd. Departementet foreslår, i likhet med utvalget, at verdipapirforetaket i disse tilfellene skal søke å innhente opplysninger om kundens kunnskap om og erfaring fra det aktuelle investeringsområdet. Bestemmelsen har til formål å gjennomføre direktivets bestemmelse om en såkalt hensiktsmessighetsvurdering (appropriateness test), jf. artikkel 19. nr. 5. Det følger av forslaget at undersøkelsene av kundens erfaring og kunnskap skal gjøre verdipapirforetaket i stand til å vurdere om det påtenkte investeringsproduktet eller investeringstjenesten er hensiktsmessig for kunden. Verdipapirforetaket pålegges også en plikt til å advare kunden dersom undersøkelsene viser at produktet/tjenesten ikke er hensiktsmessig. Dersom kunden gir ufullstendige opplysninger, skal verdipapirforetaket advare kunden om at dette gjør det umulig å vurdere hva som er hensiktsmessig for kunden. Det samme gjelder dersom kunden velger å ikke gi verdipapirforetaket de opplysningene som det etter den foreslåtte bestemmelsen skal søke å innhente. I tråd med høringsuttalelsen fra Advokatforeningen, foreslås det å presisere i lovteksten at foretaket skal søke å innhente den aktuelle informasjonen fra kundene. Bestemmelsen skiller seg således fra lovforslaget § 10-11 fjerde ledd, som pålegger foretaket en mer absolutt plikt til å innhente informasjon, jf. tilsvarende skille i direktivets artikkel 19 nr. 4 («shall obtain») og artikkel 19 nr. 5 («shall seek to obtain»).

Direktivets unntak fra «hensiktsmessighetstesten» for såkalt ordreformidling (execution only, jf. artikkel 19 nr. 6) foreslås gjennomført i lovforslaget § 10-11 sjette ledd. Forslaget følger opp utvalgets utkast til § 10-13 sjette ledd. Forslaget innebærer at verdipapirforetak som kun mottar, formidler og utfører ordre, ikke trenger å foreta en hensiktsmessighetsvurdering etter lovforslaget § 10-11 femte ledd. Unntaket gjelder imidlertid bare der-

som nærmere angitte vilkår er oppfylt. Vilkårene innebærer blant annet at det må dreie seg om aksjer som er opptatt til handel på et regulert marked eller et tilsvarende marked i et annet land, pengemarkedsinstrumenter, obligasjoner og andre gjeldsinstrumenter som ikke har derivatelementer i seg, UCITS, samt andre finansielle instrumenter som ikke anses som komplekse (lovforslaget § 10-11 sjette ledd nr. 1). Videre må tjenestene ytes på kundens initiativ (nr. 2), og kunden må klart underrettes om at verdipapirforetaket ikke har plikt til å foreta en hensiktsmessighetstest og at den type investorbeskyttelse derfor ikke er tilstede i dette tilfellet (nr. 3). Direktivet åpner for at opplysninger av denne art kan gis i standardformat, og departementet foreslår at dette presiseres i lovforslaget § 10-11 sjette ledd nr. 3 annet punktum.

Departementet viser til at direktivet artikkel 19 nr. 6 blant annet inneholder et krav om at verdipapirforetaket må oppfylle reglene om interessekonflikter i artikkel 18. Etter departementets vurdering er det verken nødvendig eller hensiktsmessig å gjennomføre bestemmelsen særskilt, siden foretakets plikter etter lovforslaget § 10-10 (som vil gjennomføre direktivet artikkel 18) gjelder uavhengig av hvilke investeringstjenester som ytes. Det er således overflødig å angi særskilt at denne bestemmelsen skal gjelde for verdipapirforetak som unntas fra plikten til å foreta en hensiktsmessighetstest, slik utvalget har foreslått. Departementet foreslår således ikke å videreføre denne delen av utkastet, men presiserer at dette ikke innebærer en materiell endring i forhold til utvalgets utkast.

Departementet slutter seg for øvrig til utvalgets utkast til § 10-13 syvende og åttende ledd. Det foreslås å pålegge verdipapirforetaket en plikt til å ha kunderegister som omfatter de dokumentene som gir uttrykk for avtaleforholdet mellom partene, jf. lovforslaget § 10-11 syvende ledd. Bestemmelsen vil gjennomføre direktivet artikkel 19 nr. 7. Videre foreslås det at verdipapirforetaket skal rapportere utfyllende til kunden om de tjenester foretaket har utført. Dette kan gjøres ved sluttseddel eller på annen måte. Rapporteringen skal også omfatte omkostninger i forbindelse med transaksjoner og tjenester som er gjennomført for kundens regning, dersom dette er relevant. Verdipapirforetaket skal for øvrig bekrefte utførte oppdrag ved sluttseddel. Det vises til lovforslaget § 10-11 åttende ledd. Bestemmelsen gjennomfører direktivets artikkel 19 nr. 8.

Utvalget foreslår å videreføre gjeldende bestemmelser i § 9-2 annet ledd (om at foretaket

ved utførelse av ordre skal vurdere kravet til god forretningsskikk på bakgrunn av investors profesjonalitet) og § 9-2 syvende ledd (om at investeringstjenester bare kan ytes fra fast forretningssted) i utkastet § 10-13 niende og ellefte ledd. Når det gjelder kravet om at foretaket skal ta hensyn til investors profesjonalitet, er det gitt detaljerte regler om dette i MiFID og gjennomføringsdirektivet, jf. også omtale av disse reglene ovenfor under omtalen av utkastet § 10-13 første ledd. Direktivbestemmelsene på dette området er vesentlig mer omfattende enn den gjeldende norske bestemmelsen, og etter departementets vurdering er det verken nødvendig eller hensiktsmessig å videreføre en egen bestemmelse om dette, slik utvalget foreslår.

MiFID inneholder ikke bestemmelser om at investeringstjenester bare kan ytes fra fast forretningssted, jf. gjeldende vphl. § 9-2 syvende ledd som utvalget foreslår å videreføre i utkastet § 10-13 ellefte ledd. Regelen tar bl.a. sikte på å hindre foretak å benytte «omreisende agenter», jf. NOU 1978: 42. Bestemmelsen oppfattes å være til hinder for dørsalg mv. av investeringstjenester, men er ikke til hinder for avtaleslutning over internett mv. Etter departementets vurdering er det fortsatt behov for en slik regel, og departementet antar at et krav om en fast kontortilknytning ved yting av investerings-tjenester etter omstendighetene kan legge til rette for økt investorbeskyttelse. Dette er ikke et forhold som etter sin art reguleres av MiFID.

Utvalget har foreslått å videreføre gjeldende krav om at verdipapirforetaket skal opplyse om hvilken dekning som gis under Verdipapirforetakenes sikringsfond, jf. utkastet § 10-13 tiende ledd. Departementet slutter seg til dette, og viser til at direktiv 97/9/EF om investorkompensasjonsordninger artikkel 10 vil gjennomføres.

Lovforslaget § 10-11 ellefte ledd presiserer rekkevidden av bestemmelsen om god forretningsskikk hva angår hvilke personer i foretaket som omfattes. Bestemmelsen viser til at ansatte og til-litsvalgte omfattes, samt personer og foretak med slik innflytelse i foretaket som faller inn under allmennaksjeloven og aksjeloven § 1-3 annet ledd (bestemmende innflytelse i selskapet).

Som nevnt ovenfor, inneholder gjennomfø-ringsdirektivet en rekke utfyllende bestemmelser til MiFIDs artikkel 19 om god forretningsskikk. For at disse skal kunne gjennomføres i norsk rett, foreslås det en forskriftshjemmel i lovforslaget § 10-11 tolvte ledd, slik at departementet kan gi utfyllende forskrifter til bestemmelsen. Etter departementets vurdering bør det tas inn en eksplisitt hjemmel til å innføre nærmere krav til

dokumentasjon av investeringsrådgivning. Det vises til nærmere omtale av forholdet til reglene om sammensatte produkter i punkt 7.12.7.

Når det gjelder de særskilte reglene om god forretningsskikk ved foretakets egenhandel (gjeldende § 9-3 og utkastet § 10-14), vises til nærmere omtale av disse under punkt 7.12 nedenfor.

7.4 Tjenesteyting via annet verdipapirforetak

7.4.1 Norsk rett

Det er i gjeldende rett ingen særskilt regulering av ansvarsforholdet mellom flere verdipapirforetak når disse sammen yter investeringstjenester til samme kunde.

7.4.2 EØS-rett

MiFID artikkel 20 regulerer enkelte forhold i forbindelse med at et verdipapirforetak yter tjenester (investeringstjenester og tilknyttede tjenester) til en kunde av et annet verdipapirforetak. Bestemmelsen er nærmere omtalt av utvalget i NOU 2006: 3 pkt. 4.3.1:

«Det følger av art. 20 første ledd at medlemsstatene skal tillate at et verdipapirforetak kan forholde seg til formidlerens opplysninger om kunden ved utførelse av investeringstjenester eller tilknyttede tjenester på kundens vegne. Det fremgår videre at formidlerforetaket i slike tilfeller forblir ansvarlig for at de formidlede kundeopplysningene er utfyllende og nøyaktige:

«Member States shall allow an investment firm receiving an instruction to perform investment or ancillary services on behalf of a client through the medium of another investment firm to rely on client information transmitted by the latter firm. The investment firm which mediates the instructions will remain responsible for the completeness and accuracy of the information transmitted.»

I art. 20 annet ledd gis det på tilsvarende måte regler om ansvarsfordelingen i de tilfeller hvor formidlerforetaket har kommet med anbefalinger eller råd overfor kunden med hensyn til den tjenesten eller transaksjonen som ytes eller gjennomføres av det utøvende verdipapirforetaket:

«The investment firm which receives an instruction to undertake services on behalf of a client in this way shall also be able to rely on any recommendations in respect of the service or transaction that have been provided to the client

by another investment firm. The investment firm which mediates the instructions will remain responsible for the appropriateness for the client of the recommendations or advice provided.»

Det formidlende foretaket forblir ansvarlig for hvorvidt dets anbefalinger eller råd er egnet for kunden.

I art. 20 tredje ledd presiseres at det utøvende verdipapirforetaket er ansvarlig for at de tjenester eller transaksjoner som ytes eller gjennomføres er i tråd med bestemmelsene i MiFID avsnitt II om tillatelse og verdipapirforetaks virksomhet, vurdert opp mot den informasjon som formidleren har gitt til verdipapirforetaket:

«The investment firm which receives client instructions or orders through the medium of another investment firm shall remain responsible for concluding the service or transaction, based on any such information or recommendations, in accordance with the relevant provisions of this Title.»

Utvalget legger til grunn at det er ansvarsfordelingen i forhold til de ulike direktivbestemmelsene om organisering og utførelse av virksomheten som reguleres i art. 20. Utvalget legger videre til grunn at bestemmelsen gir uttrykk for en ansvarsfordeling mellom henholdsvis det utførende og formidlende verdipapirforetaket. Utvalget legger til grunn at art. 20 ikke regulerer privatrettslige forhold.»

7.4.3 Utvalgets forslag

Utvalget har lagt til grunn at det, sett hen til våre EØS-forpliktelser, er mest hensiktsmessig at det tas inn en egen bestemmelse som fastsetter hvilke virksomhetsregler som gjelder for verdipapirforetak som yter investeringstjenester og tilknyttede tjenester overfor en kunde av et annet verdipapirforetak. Utvalget foreslår en slik bestemmelse i utkastet § 10-19. Utkastet § 10-19 første ledd slår fast at verdipapirforetaket som mottar instruksjoner om å utføre investeringstjenester eller tilknyttede tjenester, kan forholde seg til informasjonen om kunden som den mottar fra det andre verdipapirforetaket (hvor vedkommende er kunde) uten å måtte henvende seg til kunden. Det følger videre av utkastet § 10-19 annet ledd at det verdipapirforetaket som formidler instruksjonene forblir ansvarlig for at informasjonen er fullstendig og korrekt, og for at eventuelle anbefalinger eller råd er egnet for kunden og for øvrig er i tråd med utkastet til § 10-13 om god forretningsskikk. Det verdipapirforetaket som mottar instruksjonene skal på sin side utføre de aktuelle tjenestene i tråd med de relevante bestemmelsene i utkastet kapittel 10 om verdipapirforetaks virksomhet mv.

7.4.4 Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet støtter utvalgets utkast til § 10-19, og antar at tjenesteyting via et annet verdipapirforetak vil kunne få større praktisk betydning i fremtiden:

«Kredittilsynet antar at tjenesteyting via annet verdipapirforetak som beskrevet vil kunne få større praktisk betydning i fremtiden blant annet som konsekvens av at flere foretak som etter gjeldende verdipapirhandellov driver konsesjonsfri virksomhet, vil måtte ha konsesjon etter ny verdipapirhandellov.

Kredittilsynet vil likevel peke på skillet mellom de tilfeller der det er verdipapirforetaket som på selvstendig grunnlag velger å bruke et annet verdipapirforetak for å utføre egen kundeordre, og de tilfeller dette skjer i forståelse med kunden. Et eksempel er foretak 1 som har direkte kontakt med kunden (foretaket har konsesjon i henhold til utkastet § 2-1 første ledd nr. 1 og nr. 2), men formidler i forståelse med kunden (jf. utkastet § 1-2 første ledd nr. 1) ordren videre til foretak 2 som utfører ordren. Kunden vil være kunde av både foretak 1 og foretak 2. Der det er foretak 1 som selv velger å utføre ordren gjennom foretak 2 er det foretak 1 som er kunde av foretak 2.»

Norges Fondsmeglerforbund reiser spørsmål i forhold til hvitvaskingsreglenes anvendelse på det verdipapirforetaket som mottar instruksjonene:

«I henhold til lovutkastets § 10-19 (1) vil «verdipapirforetaket som mottar instruksjonene» kunne forholde seg til den informasjonen som gis fra formidlerforetaket uten å måtte henvende seg direkte til kunden. Videre er formidlerforetaket etter vphl § 10-19 (2) «ansvarlig for at informasjonen er fullstendig og korrekt samt at eventuelle anbefalinger eller råd er egnet for kunden og for øvrig i tråd med verdipapirhandelloven § 10-13».

På side 82 i NOU 2003 uttaler utvalget imidlertid følgende;

«Utvalget presiserer at forslaget kun har betydning i forhold til verdipapirhandellovens virksomhetsregler. Forslaget har ingen innvirkning på hvilke plikter som eksempel påhviler de ulike verdipapirforetakene etter andre regelverk, eksempel reglene om hvitvasking».

Utvalget presiserer her at den særlige ansvarsfordelingen som oppstilles i lovutkastets § 10-19 mellom formidlerforetaket og «verdipapirforetaket som mottar instruksjonene» ikke vil ha noen innvirkning på de plikter som påhviler et verdipapirforetak etter eksempelvis reglene om hvitvasking. Således vil «ansvarsbegrensingen» i lovutkastets § 10-19 for det «verdipapirforetak som mottar instruksjo-

nene» ikke få betydning i relasjon til hvitvaskingsreglene. Vi antar at utvalget med dette ikke legger til grunn at «verdipapirforetaket som mottar instruksjonene» vil være tvunget til å foreta en «identitetskontroll» etter hvitvaskingsreglene. Hvitvaskingsloven gjelder som kjent for alle «verdipapirforetak» i Norge. Vi mener således at hvis formidlerforetaket har utført en «identitetskontroll» etter Hvitvaskingsloven på bakgrunn av informasjonen innhentet fra kunden så er det ikke nødvendig å pålegge «verdipapirforetaket som mottar instruksjonen» en tilsvarende plikt til å foreta identitetskontroll etter Hvitvaskingsloven.»

Ingen av de øvrige høringsinstansene har merknader til utvalgets forslag.

7.4.5 Departementets vurdering

Departementet viser til at direktivet artikkel 20 regulerer situasjoner hvor et verdipapirforetak formidler instruksjoner om å utføre investeringstjenester eller tilknyttede tjenester for sin egen kunde til et annet verdipapirforetak. Slik formidling av instruksjoner har en grense til såkalte tilknyttede agenter, som behandles nedenfor, jf. pkt. 7.8.

Departementet er enig med utvalget i at det bør inntas en egen bestemmelse som regulerer ansvarsforholdet mellom to verdipapirforetak i slike tilfeller som direktivet beskriver. Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at verdipapirforetak som mottar instruksjoner fra et annet verdipapirforetak om å utføre investeringstjenester eller andre tilknyttede tjenester for dette foretaks kunde, skal kunne legge den informasjonen som gis av det «avgivende» foretaket til grunn. Verdipapirforetaket som mottar instruksjonene skal altså ikke være nødt til å henvende seg til kunden for å få bekreftet opplysningene de har mottatt. Dette vil gjelde informasjon om kunden, men også om eventuelle investeringsråd og anbefalinger gitt til kunden, jf. forutsetningsvis av forslaget til § 10-15 annet ledd og direktivet artikkel 21 annet ledd. Når det gjelder informasjon om kunden, viser departementet til at dette gjelder informasjon som reguleres av forslag til ny verdipapirhandellov. I hvilken grad verdipapirforetaket som mottar instruksjoner fra et annet verdipapirforetak vil måtte utføre legitimasjonskontroll av kunden, reguleres av hvitvaskingsregelverket, jf. også tredje hvitvaskingsdirektiv (direktiv 2005/60/EF). Det vises til lovforslaget § 10-15 første ledd.

En naturlig konsekvens av at et verdipapirforetak skal kunne legge til grunn de videreformidlede opplysningene, er at verdipapirforetaket som har formidlet instruksjonene og opplysningene forblir

ansvarlig for at informasjonen er korrekt og fullstendig. Departementet foreslår også at verdipapirforetaket skal være ansvarlig for at eventuelle anbefalinger og råd er egnet for kunden, og for øvrig er i tråd med kravet til god forretningsskikk i lovforslaget § 10-11. Det vises til lovforslaget § 10-15 annet ledd.

Det verdipapirforetaket som mottar instruksjonene, skal på sin side utføre de aktuelle tjenestene som er basert på den informasjon og de råd som er gitt av det andre verdipapirforetaket, i tråd med alle relevante bestemmelser i forslaget til ny verdipapirhandellov kapittel 10. Det vises til lovforslaget § 10-15 tredje ledd, som følger opp utvalgets utkast.

Kredittilsynet uttaler i sin høringsuttalelse at det er forskjell på en situasjon hvor verdipapirforetaket på selvstendig grunnlag eller i samråd med kunden får et annet verdipapirforetak til å utføre tjenesten. I det første tilfellet mener Kredittilsynet at kunden bare er kunde av det første foretaket, mens i det andre tilfellet er kunden kunde hos begge verdipapirforetakene. Departementet legger til grunn at MiFID artikkel 20 og forslaget til gjennomføring av denne bestemmelsen i lovforslaget § 10-15 ikke har til formål å skille mellom slike situasjoner, og at det uansett vil være mest hensiktsmessig at kunden behandles likt i de to tilfellene. Det er således, etter departementets vurdering, ikke avgjørende om kunden er innforstått med at tjenesten utføres av et annet verdipapirforetak eller ikke.

7.5 Beste resultat ved utførelse av ordre

7.5.1 Norsk rett

Verdipapirforetakets plikter i forbindelse med utførelse av kundeordre følger av verdipapirhandellovens bestemmelser om god forretningsskikk i §§ 9-2 og 9-3. Disse pliktene skal sikre at verdipapirforetaket ivaretar kundens interesser. Utvalget har omtalt de relevante bestemmelsene i NOU 2006: 3 pkt. 4.4.2:

«Det følger av vphl. § 9-2 tredje ledd at oppdraget skal utføres til en kurs som etter markedets stilling er rimelig, når særskilt kurs ikke er angitt i oppdraget. Kunden skal gis den beste pris foretaket kan oppnå på bakgrunn av tilgjengelig kursinformasjon, med mindre kunden forlanger at foretaket stiller en bestemt kurs eller vedkommende aksepterer en bestemt kurs når oppdraget gis.

Dersom verdipapirforetaket utfører ordre ved å tre inn for egen regning, egenhandel, gjel-

der det særlige regler i vphl. § 9-3. Verdipapirforetak kan i henhold til første ledd ikke foreta egenhandel som ledd i foretakets alminnelige kapitalforvaltning i finansielle instrumenter det foreligger kundeordre på og der særskilt kurs ikke er angitt i ordren. Denne begrensningen gjelder ikke dersom vedkommende som utfører handelen på verdipapirforetakets vegne verken kjente eller burde kjenne til at det forelå kundeordre.

Det følger videre av § 9-3 annet ledd at verdipapirforetaket ikke kan tre inn i avtalen med oppdragsgiveren dersom foretaket kan oppnå bedre betingelser for kunden ved kjøp eller salg i markedet på tidspunktet for behandlingen av oppdraget. Dersom verdipapirforetaket helt eller delvis har trådt inn som motpart i avtalen, skal kunden ved slutseddelen opplyses om dette. Det er antatt at annet (og tredje) ledd gjelder uavhengig av om egenhandelen utføres som ledd i alminnelig kapitalforvaltning eller som ledd i investeringstjenestevirksomheten.»

7.5.2 EØS-rett

MiFID artikkel 21 regulerer verdipapirforetakets plikt til å utføre ordre på de vilkår som er best for kunden («best execution»). Det er gitt utfyllende bestemmelser i kommisjonsdirektiv 2006/73/EF artikkel 44, 45 og 46, som blant annet regulerer kriteriene for beste utførelse og oppstiller krav om at foretaket skal evaluere retningslinjene sine på dette området minst en gang i året.

Utvalget har redegjort for innholdet i MiFID artikkel 21 i NOU 2006: 3 pkt. 4.4.1:

«I henhold til art. 21 nr. 1 skal verdipapirforetak treffe alle rimelige forholdsregler med hensyn til å oppnå det best mulige resultat for sine kunder. I vurderingen skal foretaket se hen til pris, kostnader, tidsbruk, sannsynlighet for handel og oppgjør, størrelse, art og andre eventuelle overveielser med relevans for ordreutførelsen. Dersom det foreligger en spesifikk instruks fra kunden må imidlertid verdipapirforetaket alltid overholde denne, for eksempel dersom kunden ønsker at hele ordren skal legges i ordreboken samtidig. Art. 21 nr. 1 lyder:

«Member States shall require that investment firms take all reasonable steps to obtain, when executing orders, the best possible result for their clients taking into account price, costs, speed, likelihood of execution and settlement, size, nature or any other consideration relevant to the execution of the order. Nevertheless, whenever there is a specific instruction from the client the investment firm shall execute the order following the specific instruction.»

Utvalget bemerker at kundens avgivelse av en spesifikk instruks likevel ikke fritar verdipapirforetaket fra sine øvrige plikter, for eksempel i forhold til art. 19 om god forretningsskikk. Det kan for eksempel tenkes at verdipapirforetaket i enkelte tilfeller kan ha en plikt til å frarå kunden fra å gjennomføre ordren etter instruksen. Dersom kunden likevel fastholder instruksen må imidlertid verdipapirforetaket følge denne lojalt, med mindre forholdene i særlige tilfelle skulle ligge slik an at kunden vil kunne påberope seg ugyldighet etter alminnelige avtalerettslige regler selv om det er kontrahert i henhold til fastholdt instruks.

I følge art. 21 nr. 2 skal verdipapirforetak etablere og anvende effektive ordninger med sikte på å overholde beste resultat-forpliktelsen. Særlig skal verdipapirforetaket etablere og anvende en ordreutførelsespolitikk som setter det i stand til å oppnå best mulig resultat ved utførelsen av kundeordre. Utvalget bemerker at vurderingstemaet her blir om ordreutførelsespolitikken setter foretaket i stand til å oppnå det beste resultat. Dersom dette vilkåret er oppfylt gjenstår spørsmålet om det beste resultat er oppnådd i det konkrete tilfelle, jf. ovenfor.

Art. 21 nr. 3 første ledd utfyller art. 21 nr. 2 med hensyn til hvilke krav som stilles til ordreutførelsespolitikken:

«The order execution policy shall include, in respect of each class of instruments, information on the different venues where the investment firm executes its client orders and the factors affecting the choice of execution venue. It shall at least include those venues that enable the investment firm to obtain on a consistent basis the best possible result for the execution of client orders.»

Ordreutførelsespolitikken skal omfatte informasjon om de ulike handelssystemer som verdipapirforetaket benytter ved utførelse av kundeordre. Informasjonen skal relatere seg til hver enkelt type finansielt instrument. For eksempel bør ikke informasjon som gjelder handelssystemer for aksjer, i tillegg omfatte informasjon om handelssystemer som utelukkende benyttes til å utføre ordre i andre finansielle instrumenter.

I tillegg må ordreutførelsespolitikken angi hvilke faktorer som påvirker valget av handelssystem. Utvalget bemerker at dette kravet naturlig nok forutsetter at det foreligger flere alternative systemer.

Ordreutførelsespolitikken skal som et minstekrav angi de handelssystemer som vanligvis («on a consistent basis») setter verdipapirforetaket i stand til å oppnå de beste resultater for kunden. Formålet må være å gi kunden et best mulig vurderingsgrunnlag for å ivareta sine interesser.

Art. 21 nr. 3 annet ledd krever at verdipapirforetakene gir formålstjenlig («appropriate») informasjon til kunden vedrørende den ovennevnte ordreutførelsespolitikken som foretaket er pålagt å ha. Verdipapirforetakene må på forhånd innhente samtykke til ordreutførelsespolitikken fra kunden. Utvalget bemerker at kravet om forhåndssamtykke på dette punktet må relatere seg til utførelse av ordre, og ikke til tjenester hvor ordreutførelsespolitikken ikke kan få betydning for tjenestekvaliteten.

Art. 21 nr. 3 tredje ledd utfyller kravet til kundeinformasjon og samtykke i tilfeller hvor ordreutførelsespolitikken åpner for utførelse utenfor regulert marked eller MHF:

«Member States shall require that, where the order execution policy provides for the possibility that client orders may be executed outside a regulated market or an MTF, the investment firm shall, in particular, inform its clients about this possibility. Member States shall require that investment firms obtain the prior express consent of their clients before proceeding to execute their orders outside a regulated market or an MTF. Investment firms may obtain this consent either in the form of a general agreement or in respect of individual transactions.»

Samtykke til å utføre ordre utenfor regulert marked og MHF kan både innhentes i en standardavtale (for eksempel i forretningsvilkårene) eller i tilknytning til enkelttransaksjoner. Utvalget forstår uttrykket «express consent» som et krav om at samtykket uttrykkelig må gjelde muligheten til å utføre ordre utenfor de forannevnte markedsplasser. Utvalget kan ikke se at direktivet krever at samtykket må gis skriftlig eller i tråd med andre formkrav.

I art. 21 nr. 4 stilles det krav om at verdipapirforetak må overvåke at deres ordreutførelsesordning og -politikk fungerer etter hensikten, slik at eventuelle mangler kan identifiseres og rettes:

«Member States shall require investment firms to monitor the effectiveness of their order execution arrangements and execution policy in order to identify and, where appropriate, correct any deficiencies. In particular, they shall assess, on a regular basis, whether the execution venues included in the order execution policy provide for the best possible result for the client or whether they need to make changes to their execution arrangements. Member States shall require investment firms to notify clients of any material changes to their order execution arrangements or execution policy.»

Særlig skal verdipapirforetaket regelmessig vurdere om de handelssystemer som omfattes av ordreutførelsespolitikken gir det best

mulige resultat for kunden, eller om det er behov for å endre ordreutførelsesordningen. Videre skal kundene alltid varsles dersom det skjer vesentlige endringer («material changes») i verdipapirforetakets ordreutførelsesordninger eller -politikk.

Det følger av art. 21 nr. 5 at verdipapirforetak på kundens anmodning skal være i stand til å påvise at den eller de ordre som er utført på vegne av kunden er i tråd med foretakets ordreutførelsespolitikk.

Kommisjonen kan ifølge art. 21 nr. 6 vedta utfyllende rettsakter blant annet for å definere det nærmere innholdet i art. 21 nr. 1, 3 og 4, jf. utkast til kommisjonsdirektiv art. 44 flg.»

7.5.3 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår en egen bestemmelse om beste resultat ved utførelse av ordre i utkastet § 10-15. Utvalget legger til grunn at direktivet artikkel 21 nr. 1 og 2 må anses for å være oppfylt gjennom verdipapirhandellovens regler om god forretnings-skikk, men at de mer detaljerte reglene (nr. 3 til 6) ikke vil være gjennomført i norsk rett. Utvalget foreslår en egen bestemmelse til uttrykkelig gjennomføring av alle enkeltkravene i artikkel 21.

Det følger av utkastet § 10-15 første ledd at verdipapirforetaket pålegges å treffe alle nødvendige tiltak for å oppnå best mulig resultat for kundene ved utførelse av kundeordre. Dette gjelder i forhold til pris, kostnader, hurtighet, sannsynlighet for gjennomføring og oppgjør, størrelse, art og ellers relevante forhold. Utvalget foreslår at verdipapirforetaket plikter å utføre ordren i tråd med spesifikke instruksjoner fra kunden, der kunden har gitt slike.

Videre følger det av utkastet § 10-15 annet ledd at foretaket plikter å ha effektive systemer, prosedyrer og ordninger for å sikre at foretaket etterlever bestemmelsen i første ledd (best utførelse av ordre). Utvalget foreslår også at verdipapirforetaket i den forbindelse «blant annet» skal utarbeide og benytte retningslinjer for utførelse av kundeordre.

Disse retningslinjene skal, i henhold til utvalgets utkast til § 10-15 tredje ledd, inneholde informasjon om de ulike markedsplasser som benyttes for hver type av finansielt instrument som foretaket handler med og hvilke faktorer som bestemmer valget av markedsplass. Utvalget foreslår som minstekrav til retningslinjene, at disse skal omfatte de markedsplassene som vanligvis gir det beste resultat ved utførelse av kundeordre.

Utvalget foreslår at verdipapirforetaket skal opplyse kundene om sine retningslinjer, samt inn-

hente kundenes samtykke til disse, jf. utkastet § 10-15 fjerde ledd første punktum. Kundene må uttrykkelig samtykke til retningslinjer som tillater at kundeordre utføres utenfor et regulert marked eller en multilateral handelsfasilitet (en markeds plass for finansielle instrumenter som kan drives av verdipapirforetak, jf. lovforslaget kapittel 11), jf. utkastet § 10-15 fjerde ledd annet punktum. Det følger av tredje punktum i samme bestemmelse at foretaket skal opplyse kundene om viktige endringer i de systemer mv. som foretaket har etter bestemmelsen, samt om viktige endringer i foretakets retningslinjer.

I utkastet § 10-15 femte ledd foreslår utvalget at verdipapirforetaket skal kontrollere ordningene for å avdekke eventuelle svakheter. Videre skal foretaket blant annet jevnlig evaluere hvorvidt bruk av markeds plassene er egnet til å oppnå det beste resultatet for kundene, og om det er behov for endringer.

Utvalget foreslår videre en egen bestemmelse i utkastet § 10-15 sjette ledd om at verdipapirforetaket skal kunne «påvise» at kundeordrene er utført i tråd med foretakets retningslinjer – dersom kunden ber om det.

For at utfyllende EØS-regler skal kunne gjennomføres i norsk rett, foreslår Utvalget i utkastet § 10-15 syvende ledd en forskriftshjemmel som åpner for at departementet kan fastsette utfyllende forskrifter om de krav som stilles i bestemmelsen.

7.5.4 Høringsinstansenes merknader

Norges Fondsmeglerforbund uttaler blant annet:

«Vphl § 10-15 (1) MiFID «reasonable step» har blitt oversatt til «nødvendige tiltak», mens det svenske lovforslaget benytter ordlyden «rimelig åtgarder». NFMF mener at den norske ordlyden «nødvendige» favner videre enn ordlyden i MiFID og mener man skal benytte seg av samme ordlyd som den svenske, det vil si «rimelige tiltak».

Advokatforeningen gir uttrykk for tilsvarende synspunktet.

Fondsmeglerforbundet uttaler videre:

«Bestemmelsen pålegger verdipapirforetak å utforme en politikk for ordreutførelse, som skal være godkjent av kunden. Vi legger til grunn at det ikke er ønskelig og nødvendig at «ordreutførelsespolitikken» utformes detaljert og omfattende. I Norge benyttes i liten grad handelsteknikker hvor det særlig er grunn til å gi kunden detaljert informasjon. For eksempel er det – så vidt vites – ingen verdipapirforetak som driver såkalt systematisk internalisering.

Denne handelsteknikken benyttes i stor grad av de store internasjonale investeringsbanker og går i korthet ut på at investeringsbanken opptrer som motpart i forhold til kundene og uten at kunden får vite den eksakte prisen før etter at handelen er sluttet. I Norge er mellommannsfunksjonen dominerende innen aksjehandel. Statistikk fra Oslo Børs viser at tre fjerdedeler av aksjehandelen matches i børsens elektroniske handelssystem. I valuta- og rentemarkedet er market-making fremtredende. Her får kundene opplyst prisene som foretaket stiller gjennom informasjonsdistributører og ved telefonoppringing, og kan dermed beslutte å inngå avtale på priser som er kjent på avtale-tidspunktet.»

Ingen av de øvrige høringsinstanser har merknader til utvalgets forslag.

7.5.5 Departementets vurdering

Bestemmelser om beste resultat ved utførelse av ordre har til formål å beskytte investor (kunden), ved at verdipapirforetaket pålegges en forpliktelse til, innenfor det som er rimelig, å utføre kundeordren med det beste mulige resultatet for kunden. En slik forpliktelse påhviler verdipapirforetakene allerede i dag, jf. reglene om god forretningsskikk i verdipapirhandelloven §§ 9-2 og 9-3. Departementet viser til at direktivets regler er mer detaljerte enn de reglene som allerede følger av norsk rett, og at de på noen områder ikke kan anses for å være gjennomført i norsk rett. Departementet er derfor enig med utvalget i at det bør inntas en egen bestemmelse til gjennomføring av direktivet på dette punktet.

Departementet legger til grunn at forpliktelsen til å oppnå best mulig resultat, innebærer at verdipapirforetaket må gjøre sitt beste, innenfor det som må regnes som rimelig, for å oppnå best mulig resultat for kunden ved utførelse av ordren. Departementet viser i den forbindelse til at direktivet krever at verdipapirforetaket skal ta «reasonable steps» for å oppnå det best mulige resultatet for kunden, jf. direktivet artikkel 21 nr. 1. Departementet mener at dette kravet bør gjenspeiles i lovforslaget, og foreslår at verdipapirforetak skal treffe alle «rimelige» tiltak for å oppnå det best mulige resultat for kundene ved utførelse av kundeordre, jf. lovforslaget § 10-12 første ledd. Utvalget foreslo at foretaket skulle treffe alle «nødvendige» tiltak for å oppnå best mulig resultat. Departementets forslag avviker således noe fra utvalgets utkast. I tråd med direktivet og utvalgets utkast, foreslår departementet at vurderingen av beste mulige resultat skal foretas ut fra pris, kostnader,

hurtighet, sannsynlighet for gjennomføring og oppgjør, størrelse, art, samt andre relevante forhold. Departementet foreslår også at ordren uansett skal utføres i tråd med kundens spesifikke instruksjoner, dersom kunden har gitt slike. Det vises til lovforslaget § 10-12 første ledd første punktum. Forslaget vil gjennomføre direktivet artikkel 21 nr. 1.

I tråd med direktivets artikkel 21 nr. 2 foreslår departementet en bestemmelse som stiller krav til den interne organiseringen av verdipapirforetaket hva angår etterlevelse av kravet til beste utførelse, jf. lovforslaget § 10-12 annet ledd. Det foreslås i tråd med utvalgets utkast at verdipapirforetaket skal ha effektive systemer, prosedyrer og ordninger for å etterleve sin forpliktelse til å oppnå best mulig resultat ved utførelse av ordre. Dette innebærer blant annet at verdipapirforetaket skal utarbeide og bruke retningslinjer for utførelse av kundeordre (order execution policy), jf. lovforslaget § 10-12 annet ledd. Krav til innholdet i disse retningslinjene foreslås lovfestet i lovforslaget § 10-12 tredje ledd. I henhold til denne foreslåtte bestemmelsen skal retningslinjene inneholde informasjon om de ulike markeds plassene som benyttes og hvilke faktorer som bestemmer valget av markeds plass. Denne informasjonen skal knytte seg til hver type finansielt instrument som foretaket handler med. I tillegg skal retningslinjene i det minste omfatte de markeds plasser som vanligvis gir det beste resultatet ved utførelse av kundeordre. Bestemmelsen er i tråd med utvalgets utkast og direktivet artikkel 21 nr. 3. Departementet viser til at det er gitt utfyllende bestemmelser om hva slike retningslinjer skal inneholde, jf. gjennomføringsdirektivet artikkel 46. Fondsmeglerforbundets høringsuttalelse om detaljgraden i slike retningslinjer kan vurderes ved fastsettelse av forskrifter som gjennomfører de utfyllende reglene om dette.

Direktivet krever at kundene skal samtykke til retningslinjene for utførelse av kundeordre før foretaket utfører kundens ordre, jf. artikkel 21 nr. 3 annet ledd. I tillegg kreves det et uttrykkelig samtykke fra kunden dersom retningslinjene åpner for at kundeordre kan utføres utenfor et regulert marked eller en multilateral handelsfasilitet. Departementet legger til grunn at det i så fall må samtykkes særskilt til denne delen av retningslinjene. Departementet foreslår at tilsvarende bestemmelser tas inn i lovforslaget § 10-12 fjerde ledd, i tillegg til at det fastsettes en opplysningsplikt for foretaket ved viktige endringer i systemene, prosedyrene, ordningene og retningslinjene som er etablert for å etterleve kravet til beste utførelse av kundeordre. Sistnevnte bestemmelse har til hensikt å gjennom-

føre direktivet artikkel 21 nr. 3 tredje ledd. Forslaget er i tråd med utvalgets utkast.

For å gjennomføre direktivets artikkel 21 nr. 4 om at foretaket jevnlig skal kontrollere ordningene som er etablert for å etterleve kravet til beste utførelse av ordre, slutter departementet seg til utvalgets utkast § 10-15 femte ledd, jf. lovforslaget § 10-12 femte ledd. Det følger av utkastet at verdipapirforetaket skal evaluere jevnlig om bruk av markeds plassene i retningslinjene er egnet til å oppnå det beste resultatet for kundene, herunder om det er behov for endringer. Departementet slutter seg til dette.

For å sikre etterviselighet ved utførelse av kundeordre, foreslår departementet at verdipapirforetaket skal kunne påvise at kundeordren er utført i tråd med retningslinjene dersom kunden ber om det. Det vises til lovforslaget § 10-12 sjette ledd, som følger opp utvalgets utkast, og direktivet artikkel 21 nr. 5.

Departementet slutter seg videre til utvalgets utkast til forskriftshjemmel, jf. lovforslaget § 10-12 syvende ledd. Departementet viser til at utfyllende bestemmelser i gjennomføringsdirektivet artikkel 44, 45 og 46 kan fastsettes i forskrift med hjemmel i denne foreslåtte bestemmelsen.

7.6 Ordrebehandling

7.6.1 Norsk rett

Det er ikke fastsatt nærmere regler om selve ordrebehandlingen i norsk rett, men bestemmelsene om interessekonflikter skal blant annet sikre at kundens interesser går foran foretakets ved utførelse av ordre, at forskjellige kunders interesser ikke settes opp mot hverandre og at en kunde ikke usaklig tilgodeses av foretaket. Utvalget omtaler for øvrig enkelte andre bestemmelser som indirekte får betydning for verdipapirforetakets behandling og utførelse av kundeordre (NOU 2006: 3 pkt. 4.5.2):

«Videre følger det av § 9-3 første ledd første punktum at verdipapirforetak som utgangspunkt ikke kan foreta egenhandel som ledd i foretakets alminnelige kapitalforvaltning i finansielle instrumenter det foreligger kundeordre på og der særskilt kurs ikke er angitt i ordren. Verdipapirforetaket skal i henhold til § 9-1 første ledd nr. 5 være oppbygd og organisert på en slik måte at risikoen for interessekonflikt mellom foretaket og dets kunder eller foretakets kunder seg imellom begrenses til et minimum. Reglene i § 9-1 og § 9-2 må ses i sammenheng med plikten til å føre oppgaver over

mottatte og utførte oppdrag som gir full oversikt over dets forretningsførsel, jf. § 9-7 første ledd og forskrift 26. september 1996 nr. 950 om verdipapirforetaks plikt til å føre oppgaver over mottatte og utførte oppdrag.»

7.6.2 EØS-rett

Utvalget har omtalt MiFIDs regler om behandling av kundeordre i NOU 2006: 3 pkt. 4.5.1:

«MiFID art. 22 pålegger medlemsstatene å fastsette enkelte nærmere regler om behandling av kunders ordre. Bestemmelsen må ses i sammenheng med kravet om beste resultat ved utførelse av ordre, jf. art. 21.

Det fremgår av art. 22 nr. 1 at verdipapirforetak med konsesjon til å utføre ordre på vegne av kunder skal anvende prosedyrer og ordninger som sikrer øyeblikkelig, redelig og hurtig utføring av kundeordre. Vurderingen av om foretaket har oppfylt sine plikter etter denne bestemmelsen må gjøres i lys av andre kundeordre som er innkommet og utført og verdipapirforetakets handel for egen regning:

«Member States shall require that investment firms authorised to execute orders on behalf of clients implement procedures and arrangements which provide for the prompt, fair and expeditious execution of client orders, relative to other client orders or the trading interests of the investment firm.

These procedures or arrangements shall allow for the execution of otherwise comparable client orders in accordance with the time of their reception by the investment firm.»

Bestemmelsen krever videre at prosedyrene og ordningene skal gjøre det mulig («shall allow for») å utføre ellers sammenlignbare kundeordre i den samme rekkefølge som ordrene har kommet inn til verdipapirforetaket.

Art. 22 nr. 2 gir enkelte særregler for de tilfeller hvor kunder inngir såkalte limitordre vedrørende aksjer som er tatt opp til handel på et regulert marked. Med limitordre forstås en ordre som gjelder kjøp eller salg av et finansielt instrument i et gitt antall og til en spesifisert pris, eller bedre, jf. art. 4.1 nr. 16. Art. 22 nr. 2 lyder:

«Member States shall require that, in the case of a client limit order in respect of shares admitted to trading on a regulated market which are not immediately executed under prevailing market conditions, investment firms are, unless the client expressly instructs otherwise, to take measures to facilitate the earliest possible execution of that order by making public immediately that client limit order in a manner which is easily accessible to other market parti-

cipants. Member States may decide that investment firms comply with this obligation by transmitting the client limit order to a regulated market and/or MTF. Member States shall provide that the competent authorities may waive the obligation to make public a limit order that is large in scale compared with normal market size as determined under Article 44(2).»

Dersom ovennevnte typer limitordre ikke kan utføres øyeblikkelig under de rådende markedsforhold, skal verdipapirforetaket ta skritt for å fremme den hurtigst mulige utførelse av ordren ved straks å offentliggjøre limitordren på en måte som gjør opplysningen lett tilgjengelig for andre markedsaktører. Dersom kunden uttrykkelig bestemmer noe annet, skal slik offentliggjøring likevel ikke skje. Medlemsstatene kan velge å utforme regelen slik at verdipapirforetak anses å overholde offentliggjøringsforpliktelsen når de formidler limitordren til et regulert marked eller en MHF.

De kompetente myndigheter skal kunne gjøre unntak fra forpliktelsen til å offentliggjøre limitordre dersom ordren er stor («large in scale») sammenlignet med normal markedsstørrelse, jf. art. 44 nr. 2 omtalt under pkt. 7.5.

Ifølge art. 22 nr. 3 kan Kommisjonen fastsette utfyllende rettsakter om de reglene som er gjennomgått ovenfor, jf. utkast til kommisjonsdirektiv art. 47 flg.»

Det er vedtatt utfyllende bestemmelser om ordrebehandling i gjennomføringsdirektivet artikkel 47 til 49. Artikkel 47 fastsetter de generelle prinsippene som verdipapirforetakene må oppfylle når de utfører kundeordre. Artikkel 48 pålegger medlemsstatene å forby verdipapirforetakene å utføre en kundeordre for egen regning sammen med en annen kundeordre, med mindre nærmere angitte vilkår er oppfylt. Artikkel 49 regulerer utførelse av transaksjoner for egen regning.

7.6.3 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår en egen bestemmelse om håndtering av kundeordre i utkastet § 10-16. Utvalgets vurderinger fremkommer i NOU 2006: 3 pkt. 4.5.3:

«På samme måte som for reglene om beste resultat ved utførelse av ordre, jf. forrige punkt, foreslår utvalget en egen bestemmelse om verdipapirforetaks håndtering av kundeordre. Det vises til at prinsippene i direktivet i hovedsak må anses å være gjennomført i norsk gjeldende rett, men at EØS-reglenes detaljregulering gjør det hensiktsmessig med en egen bestemmelse om håndtering av kundeordre.

Forslaget utfyller de mer generelle regelforslagene om organisering av virksomheten (lovutkastet § 9-11), håndtering av interessekonflik-

ter (lovutkastet § 10-12) og god forretningsskikk (lovutkastet § 10-13). Bestemmelsen om verdipapirforetaks håndtering av kundeordre foreslås utformet i tråd med direktivet art. 22, med en forskriftshjemmel til å fastsette utfyllende regler blant annet på bakgrunn av kommisjonsreglene. Det vises til lovutkastet § 10-16 og spesialmerknadene til denne bestemmelsen.»

I henhold til utkastet § 10-16 første ledd skal verdipapirforetaket etablere prosedyrer og ordninger som sikrer en hurtig, rettferdig og effektiv utførelse av kundeordre. Dette skal vurderes i forhold til øvrige kundeordre og foretakets handel for egen regning. Prosedyrene og ordningene skal legges til rette for utførelse av sammenlignbare kundeordre i den rekkefølgen de er kommet inn.

Utvalget har foreslått en egen bestemmelse om såkalte «limitordre» i aksjer på regulert marked i utkastet § 10-16 annet ledd. Dette er en ordre som gjelder kjøp eller salg av finansielle instrumenter i et gitt antall og til en spesifisert pris, eventuelt bedre pris enn den spesifiserte. Utvalget foreslår at dersom en slik limitordre ikke kan utføres under de rådende markedsforhold, skal foretaket «straks» treffe foranstaltninger for raskest mulig gjennomførelse av ordre. Plikten oppstår med mindre foretaket mottar en annen instruks fra kunden. Foranstaltningene går på å offentliggjøre ordren på en måte som er tilgjengelig for markedsaktørene. Ordren anses alltid offentliggjort dersom den er gjort tilgjengelig på et regulert marked eller en MHF. Utvalget foreslår også at Kredittilsynet kan gjøre unntak fra denne plikten til å offentliggjøre limitordre.

I utkastet § 10-16 tredje ledd foreslår utvalget at departementet kan gi utfyllende forskrifter om de kravene som stilles i bestemmelsen.

7.6.4 Høringsinstansenes merknader

Ingen høringsinstanser har hatt merknader til utvalgets utkast på dette punktet.

7.6.5 Departementets vurdering

Departementet er enig med utvalget i at hovedreglene om ordrebehandling bør inntas i lovforslaget, jf. lovforslaget § 10-13. Dette innebærer at verdipapirforetaket skal etablere prosedyrer og ordninger som sikrer en hurtig, rettferdig og effektiv utføring av kundeordre. Dette skal vurderes i forhold til foretakets øvrige kundeordre, samt foretakets egenhandel. I tråd med direktivet skal prosedyrene og ordningene legges til rette for utførelse

av sammenlignbare kundeordre i den rekkefølgen de er kommet inn til verdipapirforetaket.

Direktivets bestemmelse om såkalte limitordre i aksjer notert på regulert marked, foreslås gjennomført i lovforslaget § 10-13 annet ledd. En limitordre kjennetegnes ved at kunden spesifiserer antall og pris i ordren. Bestemmelsen tar sikte på å regulere de tilfellene hvor slike ordre på grunn av markedsforholdene ikke kan utføres umiddelbart og hvor verdipapirforetaket ikke har mottatt noen annen instruks fra kunden. I disse tilfellene skal verdipapirforetaket i henhold til forslaget straks treffe foranstaltninger for å utføre ordren raskest mulig ved å offentliggjøre ordren på en måte som er tilgjengelig for markedsaktørene, jf. lovforslaget § 10-13 annet ledd første punktum. På denne måten kan også andre aktører gis mulighet til å oppfylle ordren, slik at kunden får gjennomført handelen raskere enn hva som ellers ville vært tilfelle. Direktivet åpner for at medlemsstatene kan velge å anse limitordrer for offentliggjort og tilgjengelig for markedsaktørene dersom verdipapirforetaket gjør ordren tilgjengelig på et regulert marked eller en multilateral handelsfasilitet. Utvalget har som det fremgår av fremstillingen ovenfor under pkt. 7.6, foreslått å benytte denne adgangen, jf. utkastet § 10-16 annet ledd annet punktum. Utvalget har ikke begrunnet dette nærmere. Departementet går inn for at bestemmelsen inntas i lovforslaget, og viser til at en slik bestemmelse vil være praktisk og enkel å praktisere. Det vises til lovforslaget § 10-13 annet ledd annet punktum.

Departementet vil imidlertid ikke foreslå å videreføre utvalgets forslag om at Kredittilsynet skal kunne gjøre visse unntak fra plikten til å offentliggjøre limitordre. Departementet legger opp til at eventuelle unntak fra offentliggjøringsplikten, kan reguleres nærmere i forskrift gitt med hjemmel i den foreslåtte forskriftshjemmelen i lovforslaget § 10-13 tredje ledd, jf. også MiFID art. 22 nr. 2 siste punktum.

Departementet slutter seg for øvrig til utvalgets utkast til forskriftshjemmel, jf. lovforslaget § 10-13 tredje ledd.

7.7 Kvalifiserte motparter

7.7.1 Norsk rett

Gjeldende rett inneholder ingen særskilt regulering av verdipapirforetaks virksomhet knyttet opp mot kvalifiserte motparter (kunder). Det følger imidlertid av verdipapirhandelloven § 9-2 annet ledd at kravet til god forretningsskikk må vurderes

på bakgrunn av investorens profesjonalitet når verdipapirforetaket utfører ordren.

7.7.2 EØS-rett

MiFID artikkel 24 oppstiller enkelte særlige regler i tilfeller der verdipapirforetakets motparter er «kvalifiserte» («eligible counterparties»). Utvalget har omtalt bestemmelsen nærmere i NOU 2006: 3 pkt. 4.6.1:

«I følge art. 24.1 skal verdipapirforetak med konsesjon til (i) å utføre ordre på vegne av kunder, (ii) foreta egenhandel eller (iii) motta og formidle ordre, i nærmere angitte situasjoner ikke behøve å oppfylle kravene i art. 19 («conduct of business»), 21 («best execution») og 22 nr. 1 (en del av «client order handling rules»), jf. ovenfor:

«Member States shall ensure that investment firms authorised to execute orders on behalf of clients and/or to deal on own account and/or to receive and transmit orders, may bring about or enter into transactions with eligible counterparties without being obliged to comply with the obligations under Articles 19, 21 and 22(1) in respect of those transactions or in respect of any ancillary service directly related to those transactions.»

Unntaket fra de ovennevnte reglene gjelder når verdipapirforetakene bringer til veie eller gjennomfører transaksjoner med kvalifiserte motparter, eller når de yter tilknyttede tjenester i direkte sammenheng med slike transaksjoner.

Art. 24 nr. 2 første ledd gir anvisning på hvem som i utgangspunktet skal anses som kvalifiserte motparter etter bestemmelsen:

«Member States shall recognise as eligible counterparties for the purposes of this Article investment firms, credit institutions, insurance companies, UCITS and their management companies, pension funds and their management companies, other financial institutions authorised or regulated under Community legislation or the national law of a Member State, undertakings exempted from the application of this Directive under Article 2(1)(k) and (l), national governments and their corresponding offices including public bodies that deal with public debt, central banks and supranational organisations.»

I art. 24 nr. 2 annet ledd gjøres det unntak for denne klassifiseringen for det tilfelle at de opplistede institusjonene selv anmoder om å bli behandlet som alminnelige kunder:

«Classification as an eligible counterparty under the first subparagraph shall be without prejudice to the right of such entities to requ-

est, either on a general form or on a trade-by-trade basis, treatment as clients whose business with the investment firm is subject to Articles 19, 21 and 22.»

I følge art. 24 nr. 3 første ledd kan medlemsstatene ytterligere utvide klassifiseringen av kvalifiserte motparter. Det må være tale om foretak («undertakings»), som oppfyller visse forhåndsbestemte vilkår, herunder kvantitative terskler. Dersom motparten befinner seg i en annen medlemsstat skal klassifiseringen bestemmes på bakgrunn av denne medlemsstatsens regler. Det følger av art. 24 nr. 3 annet ledd at utvidet klassifisering bare kan legges til grunn etter uttrykkelig bekreftelse fra motparten:

«Member States shall ensure that the investment firm, when it enters into transactions in accordance with paragraph 1 with such undertakings, obtains the express confirmation from the prospective counterparty that it agrees to be treated as an eligible counterparty. Member States shall allow the investment firm to obtain this confirmation either in the form of a general agreement or in respect of each individual transaction.»

Klassifiseringen av foretak hjemmehørende i tredjeland reguleres uttrykkelig i art. 24 nr. 4. I følge bestemmelsen kan medlemsstatene velge å klassifisere slike foretak på samme måte som foretak hjemmehørende i det indre marked.

Det følger av art. 24 nr. 5 at Kommisjonen kan fastsette utfyllende rettsakter om de reglene som er gjennomgått ovenfor. I utkast til kommisjonsdirektiv art. 50 («Eligible counterparties») er det foreslått regler om utvidelse av personkretsen, slik det er adgang til etter MiFID art. 24 nr. 3.»

Utfyllende regler til MiFID artikkel 24 er gitt i gjennomføringsdirektivet artikkel 50. Bestemmelsen har nærmere regler om når en kunde skal behandles som en såkalt kvalifisert motpart.

7.7.3 Utvalgets forslag

Utvalgets utkast til regler om kvalifiserte motparter er nærmere omtalt i NOU 2006: 3 pkt. 4.6.3:

«Direktivbestemmelsen fastsetter at reglene om god forretningsskikk, beste resultat ved utførelse av ordre og håndtering av kundeordre, ikke skal gjelde for viktige grupper av institusjoner, myndigheter og investorer mv., i direktivet kalt kvalifiserte motparter, jf. art. 24 nr. 1 jf. art. 24 nr. 2. Slike motparter skal imidlertid kunne be om å bli behandlet som alle andre investorer, jf. art. 24 nr. 2 annet ledd.

Utvalget foreslår, i tråd med direktivets krav, en bestemmelse om kvalifiserte motparter i lovutkastet § 10-18 [2]. I tråd med direktivet foreslås særbestemmelsen å gjelde når verdipapirforetak med tillatelse til å yte tjenester som nevnt i § 2-2 første ledd nr. 1 til 3, bringer i stand eller inngår transaksjoner med kvalifiserte motparter.

De institusjoner mv. som opplistes i definisjonen av kvalifiserte motparter i lovutkastet § 10-18 annet ledd foreslås ikke utelukkende avgrenset til slike institusjoner i EØS-området. Etter utvalgets syn bør institusjoner fra tredjeland som oppfyller de samme kriterier som institusjoner fra EØS-området, behandles på samme måte. Dette er i tråd med MiFID art. 24 nr. 4.

I art. 24 nr. 3 er det åpnet for at medlemsstatene kan bestemme at også andre foretak enn de særskilt oppregnede kan være kvalifiserte motparter. Det er foreslått særlige regler både om hvilke krav som stilles til slike foretak, og hvilke regler som skal gjelde for verdipapirforetaket i slike tilfeller, jf. art. 24 nr. 3 og utkast til kommisjonsdirektiv art. 50.

Utvalget foreslår en forskriftshjemmel som åpner for å utvide kretsen av kvalifiserte motparter i tråd med dette. Utvalget foreslår for øvrig en mer generell hjemmel til å gi utfyllende forskrifter til bestemmelsen. Det vises til lovutkastet § 10-18 fjerde ledd.»

7.7.4 Høringsinstansenes merknader

Næringslivets Hovedorganisasjon (NHO) mener at det er viktig å begrense verdipapirforetakets forpliktelser knyttet til kundebeskyttelse, der disse pliktene ikke er særlig begrunnet. NHO begrunner dette med at pliktene vil være «ekstremt kostbare» å etablere på europeisk plan.

Norges Fondsmeglerforbund uttaler:

«I lovutkastets § 10-18 (2) er det listet opp en rekke foretak/institusjoner som skal anses som «kvalifiserte motparter». Videre er det i lovutkastets § 10-18 fjerde ledd gitt hjemmel for departementet til å utvide kretsen av «kvalifiserte motparter».

Når vi ser hen til det svenske lovutkastet har de i Sverige valgt en helt annen implementeringsteknikk. Når det gjelder de foretak/institusjoner som automatisk skal anses som «kvalifiserte motparter» er det i det svenske lovforslaget gjort en direkte henvisning til MiFID bilag II punktene del I punkt 1 og 3. Dette innebærer at det er en større gruppe av foretak/institusjoner som automatisk vil bli ansett som «kvalifiserte motparter» etter det svenske lovutkastet enn etter det norske lovutkastet.

Når det gjelder de foretak/institusjoner som etter anmodning kan anses som «kvalifiserte motparter» er det i det svenske forslaget igjen gjort en direkte henvisning til MiFID bilag II del 1 punkt 2 samt bilag II del 2. Således utvides den gruppen av foretak/institusjoner som etter anmodning kan anses som «kvalifiserte motparter» etter det svenske lovutkastet. Det foreligger ingen tilsvarende bestemmelse i det norske lovutkastet.

Således er gruppen av de foretak/institusjoner som vil bli ansett som «kvalifiserte motparter», enten automatisk eller etter anmodning, i det norske utkastet snevrere enn hva som fremgår av det svenske lovutkastet. NFMF mener at gruppen av «kvalifiserte motparter» bør utvides i det norske lovutkastet enten i lov eller i forskrift, slik at norsk rett på dette punkt samsvarer med svensk rett. Dette er forøvrig også i tråd med MiFID. NFMF mener det er uheldig at det eventuelt i norsk rett og svensk rett opereres med ulike definisjoner av «kvalifiserte motparter» – et begrep som står sentralt i MiFID. Som kjent vil flere av reglene i den nye verdipapirhandelloven i utgangspunktet ikke komme til anvendelse ovenfor gruppen «kvalifiserte motparter» og det er således viktig at reglene på dette punkt harmoniseres i Norden.»

Norges Bank mener på sin side at det kan være tvil om utkastets definisjon av «kvalifiserte motparter» er i samsvar med direktivet:

«I direktivet heter det at «national governments and their corresponding offices», skal betraktes som kvalifiserte motparter. Dette er blitt til «offentlige myndigheter» i forslagets § 10-18 2. ledd nr 8. Norges Bank oppfatter det ikke slik at kommuner er omfattet av direktivteksten, men de er inkludert i forslaget til norsk lovtekst. Norges Bank mener en slik tilsynelatende utvidelse av definisjonen kan være uheldig. Spørsmålet kan ikke ses drøftet av utvalget, jf. utredningen side 86-87 og side 252 til § 10-18. Dersom kommuner ikke anses omfattet direkte av direktivets art 24 nr. 2, antas det at det må skje i medhold av og på vilkår som angitt i art 24 nr. 3 første ledd. Det vil her bl.a. være krav om andre prosedyrer for verdipapirforetaket, jf. også omtale av dette i utredningen side 87. Eventuell utvidelse med kommuner bør således vurderes i forbindelse med senere bruk av den tilknyttede forskriftshjemmelen foreslått i utkastet § 10-18 fjerde ledd. Av utredningen går det fram at det er ment at lista over kvalifiserte motparter ikke bare omfatter norske potensielle kunder. Den skal gjelde kunder fra hele EØS-området, og dessuten institusjoner fra tredjeland (utredningen side 87). Trolig bør dette presiseres i paragrafen.»

Ingen av de øvrige høringsinstansene har merknader til utvalgets forslag.

7.7.5 Departementets vurdering

MiFID etablerer tre ulike investorkategorier; alminnelige investorer («retail clients»), profesjonelle investorer («professional investors») og kvalifiserte motparter («eligible counterparties»), jf. omtale ovenfor under punkt 7.1. Kvalifiserte motparter er en undergruppe av de profesjonelle investorer, og omfatter de mest profesjonelle investorene. I det følgende behandles de kvalifiserte motparter, mens alminnelige investorer og profesjonelle investorer (og konsekvensene av slik kategorisering) omtales nærmere under punkt 7.1.

De kvalifiserte motparter forutsettes ikke å ha det samme behovet for beskyttelse som andre mindre og/eller ikke-profesjonelle kunder. MiFID har som nevnt ovenfor regler om slike kundeforhold i artikkel 24, ved at verdipapirforetaket unntas fra viktige forpliktelser overfor slike kvalifiserte kunder/motparter. Dette gjelder kravet til god forretningsskikk, beste utførelse av ordre og håndtering av kundeordre. Departementet foreslår at denne bestemmelsen gjennomføres i lovforslaget § 10-14 første ledd. Unntaket foreslås å gjelde for verdipapirforetak som har tillatelse til å yte tjenester som omfattes av lovforslaget § 2-1 første ledd nr. 1 til 3 (mottak og formidling av ordre på vegne av kunde, utførelse av ordre på vegne av kunde og omsetning av finansielle instrumenter for egen regning), og i forbindelse med transaksjonene eller ved tilknyttede tjenester som er direkte knyttet til transaksjonene.

Direktivet og gjennomføringsdirektivet inneholder til dels kompliserte regler om hvem som kan regnes som kvalifiserte motparter. For det første følger det av MiFID artikkel 24 nr. 2 at enkelte institusjoner alltid skal omfattes av begrepet. I likhet med utvalget, foreslår departementet at det tas inn en liste over foretak og institusjoner som i alle tilfelle skal regnes som kvalifiserte motparter. Det vises til lovforslaget § 10-14 annet ledd, som slår fast at verdipapirforetak, kredittinstitusjoner, forsikringsselskap, verdipapirfond og forvaltningsselskap for slike fond, pensjonskasser og forvaltningsselskap for pensjonskasser, andre finansinstitusjoner, enkelte foretak som er unntatt fra direktivets virkeområde (handel med varederivater og derivater), og nasjonale myndigheter med tilhørende institusjoner, herunder offentlige organer som forvalter statsgjeld, sentralbanker og overnasjonale organisasjoner alltid skal regnes som kvalifiserte motparter. I likhet med Norges Bank antar

departementet at kommuner ikke omfattes av denne gruppen av kvalifiserte motparter. Det understrekes imidlertid at kommuner etter omstendighetene vil kunne omfattes av de reglene som vil fastsettes i forskrift, jf. nedenfor. For øvrig legger departementet til grunn at statlige og stats-eide kapitalforvaltere vil omfattes av bestemmelsen (herunder Folketrygdfondet). Listen er ikke ment å være uttømmende. Det skilles for øvrig heller ikke mellom norske og utenlandske kunder, jf. at direktivet åpner for at tilsvarende utenlandske (EØS- og ikke-EØS) kunder kan anerkjennes som kvalifiserte motparter, jf. artikkel 25 nr. 4 første og annet ledd. Foretak i denne gruppen kan selv be om at verdipapirforetaket likevel oppfyller de alminnelige regler til god forretningsskikk mv. i forhold til dem, jf. artikkel 24 nr. 2 annet ledd og lovforslaget § 10-14 tredje ledd.

Medlemsstatene kan i henhold til direktivet velge å anse også andre foretak/institusjoner som kvalifiserte motparter, jf. «may also recognise» i artikkel 25 nr. 3 første ledd. Dette forutsetter imidlertid at disse institusjonene/foretakene oppfyller på forhånd fastsatte vilkår. Det følger av gjennomføringsdirektivet artikkel 50 at medlemsstatene i så henseende kan anerkjenne de institusjonene/foretakene som er listet opp i MiFIDs vedlegg II nr. 1, 2 og 3 og som regnes som profesjonelle kunder (omfatter blant annet store foretak som oppfyller to av følgende vilkår: 1) 20 000 000 euro på balanse-regnskapet, 2) er nettoomsetning på 40 000 000 euro, og 3) egenkapital på 2 000 000 euro) som kvalifiserte motparter. I tillegg kan medlemsstatene i henhold til artikkel 50 nr. 1 annet ledd, anerkjenne de foretakene/institusjonene som er listet opp i MiFIDs vedlegg II del II som kvalifiserte motparter, dersom disse selv ber om det. Forutsetningen er at foretaket/institusjonene har utført transaksjoner av en viss størrelse tilstrekkelig mange ganger i et gitt tidsrom, porteføljen overstiger 500 000 euro og/eller foretaket/kunden har minst ett års erfaring fra finanssektoren. Det må legges til grunn at foretak/institusjoner som oppfyller to av de nevnte kriteriene selv må kunne avgjøre om de ønsker å bli behandlet som kvalifiserte motparter. Utvalget har ikke vurdert gjennomføring av reglene i gjennomføringsdirektivet artikkel 50; på tidspunktet for avgivelse av utredningen var ikke gjennomføringsdirektivet vedtatt. Utvalget har imidlertid lagt opp til at den nærmere (eventuelle) avgrensningen av hvem som skal regnes som kvalifiserte motparter, kan foretas i forskrift. Departementet er enig i denne fordelingen av regler i henholdsvis lov og forskrift. Departementet viser til at en eventuell utvidelse av kretsen med hensyn til

hvem som skal regnes som kvalifiserte motparter heller ikke har vært på høring. Departementet slutter seg til utvalgets utkast til forskriftshjemmel, jf. lovforslaget § 10-14 fjerde ledd.

7.8 Verdipapirforetaks bruk av tilknyttede agenter

7.8.1 Norsk rett

I henhold til gjeldende rett kan verdipapirforetak benytte agenter innenfor visse rammer. Utvalget har omtalt gjeldende rett på dette området slik (NOU 2006: 3 pkt. 4.7.2):

«Verdipapirhandelloven har ingen særbestemmelse om verdipapirforetaks adgang til å benytte tilknyttede agenter. Adgangen til bruk av agenter må vurderes på bakgrunn av de generelle atferds- og virksomhetsreglene som gjelder for verdipapirforetak, herunder reglene om god forretningsskikk i vphl. § 9-2. I følge § 9-2 syvende ledd kan investeringstjenester bare ytes fra fast forretningssted. Bestemmelsen bygger på den tidligere verdipapirhandelloven (1985) § 5 (i 1996 videreført som ny § 1-4). I NOU 1995: 1 side 59 legger utvalget til grunn at kravet om tjenesteyting fra fast forretningssted i vphl. 1985 § 5 ikke er til hinder for at verdipapirforetakene «i rimelig grad» kan benytte agenter. Begrensningen i bruk av agenter synes i hovedsak å relatere seg til at også agentene må operere fra et fast kontor. Omreisende agenter kan ikke benyttes, jf. NOU 1978: 42 side 124 nederst. Kredittilsynet har lagt til grunn at tilknyttede agenter som hovedregel bare kan formidle ordre i tråd med vphl. § 7-1 tredje ledd nr. 3. For øvrig er det gitt en forskrift med hjemmel i vphl. § 9-1 om utkontraktering av bestemte arbeidsoppgaver knyttet til et verdipapirforetaks yting av aktiv forvaltning, jf. forskrift 7. mars 2003 nr. 289 om verdipapirforetaks bruk av oppdragstakere (utkontraktering). Utvalget anser ikke slik utkontraktering som et agentforhold i MiFIDs forstand.»

7.8.2 EØS-rett

Utvalget har redegjort for MiFIDs regler om tilknyttede agenter i NOU 2006: 3 pkt. 4.7.1:

«I visse tilfeller kan et verdipapirforetak ønske å benytte tilknyttede agenter som del av sitt salgsnett eller som en supplerende kanal for tjenesteyting. I følge MiFID art. 23 nr. 1 kan medlemsstatene tillate at verdipapirforetak utpeker tilknyttede agenter («tied agents») til å utføre visse oppgaver. Det synes forutsatt at agenten i disse tilfellene ikke selv behøver konsesjon som verdipapirforetak. Verdipapirfore-

taks tjenesteyting via andre verdipapirforetak reguleres særskilt i art. 20, jf. pkt. 4.3 ovenfor.

MiFID art. 23 nr. 1 lyder:

«Member States may decide to allow an investment firm to appoint tied agents for the purposes of promoting the services of the investment firm, soliciting business or receiving orders from clients or potential clients and transmitting them, placing financial instruments and providing advice in respect of such financial instruments and services offered by that investment firm.»

Slike agenter kan utpekes for å fremme salget av verdipapirforetakets tjenester, verve kunder («soliciting business») eller motta og formidle kundeordre, plassere finansielle instrumenter samt drive rådgivning om finansielle instrumenter eller om de tjenestene som det tilknyttede verdipapirforetaket kan tilby.

Hva som anses som tilknyttede agenter i direktivets forstand fremgår av art. 4.1 nr. 25:

««Tied agent» means a natural or legal person who, under the full and unconditional responsibility of only one investment firm on whose behalf it acts, promotes investment and/or ancillary services to clients or prospective clients, receives and transmits instructions or orders from the client in respect of investment services or financial instruments, places financial instruments and/or provides advice to clients or prospective clients in respect of those financial instruments or services;»

Det er et vilkår for at reglene om tilknyttede agenter skal komme til anvendelse at agenten handler for kun ett verdipapirforetak, og at agenten handler for verdipapirforetakets ubetingede regning og risiko. Videre er det begrensninger på hvilke tjenester agenten kan yte. Dersom agenten utfører andre oppgaver enn det som tillates etter art. 23, jf. art. 4.1 nr. 25, må agenten etter utvalgets syn vurderes som et frittstående foretak i forhold til konsesjonsreglene (uten at dette utelukker at verdipapirforetaket fortsatt er ansvarlig for foretakets handlinger).

Etter utvalgets oppfatning synes art. 23 å sette de ytre rammene for hvilke oppgaver et verdipapirforetak kan sette tilknyttede agenter til å utføre. Begrensningene i bestemmelsen synes videre å gjelde kunderettede oppgaver, og medfører at tilknyttede agenter ikke kan yte andre tjenester enn de som er uttrykkelig nevnt i bestemmelsen. Tilknyttede agenter kan således ikke drive porteføljeforvaltning eller tilby garantistillelse («underwriting»). Det kan imidlertid tenkes at oppgaver kan utkontrakteres til andre verdipapirforetak, men dette følger andre regelsett.

Videre forstår utvalget bestemmelsen slik at medlemsstatene kan velge å tillate bruk av tilknyttede agenter bare for enkelte av de særskilt nevnte aktivitetene, eventuelt at bruk av tilknyttede agenter ikke behøver å tillates overhodet.

Art. 23 nr. 2 flg. gir nærmere anvisning på regler som må gjennomføres dersom den enkelte medlemsstat velger å åpne for bruk av tilknyttede agenter.

I følge art. 23 nr. 2 første ledd skal verdipapirforetaket beholde det fulle og ubetingede ansvar for agentens handlinger eller unnlatelser når han opptrer på verdipapirforetakets vegne:

«Member States shall require that where an investment firm decides to appoint a tied agent it remains fully and unconditionally responsible for any action or omission on the part of the tied agent when acting on behalf of the firm. Member States shall require the investment firm to ensure that a tied agent discloses the capacity in which he is acting and the firm which he is representing when contacting or before dealing with any client or potential client.»

Verdipapirforetaket må sørge for at agenten opplyser om at han opptrer som agent på vegne av verdipapirforetaket når han kontakter eller før han handler med (potensielle) kunder.

I følge art. 23 nr. 2 annet ledd kan medlemsstatene tillate at tilknyttede agenter som er registrert i denne staten, på nærmere vilkår håndterer kundemidler (penger og finansielle instrumenter) på verdipapirforetakets vegne og ansvar:

«Member States may allow, in accordance with Article 13(6), (7) and (8), tied agents registered in their territory to handle clients' money and/or financial instruments on behalf and under the full responsibility of the investment firm for which they are acting within their territory or, in the case of a cross-border operation, in the territory of a Member State which allows a tied agent to handle clients' money.»

Utvalget forstår bestemmelsen slik at tilknyttede agenter som håndterer kundemidler, på selvstendig grunnlag må overholde art. 13 nr. 6 - 13 nr. 8. Det betyr at agentene må registrere de tjenester og transaksjoner som de har utført eller medvirket til, holde kundemidler atskilt fra egne midler, og sikre at kundenes eierrettigheter ivaretas i forbindelse med eventuell konkurs mv. Overholdelsen av reglene er i alle tilfelle verdipapirforetakets ansvar, jf. art. 23 nr. 3 tredje ledd, se nedenfor.

Håndtering av kundemidler i forbindelse med grenseoverskridende virksomhet i en annen medlemsstat kan kun tillates dersom denne medlemsstaten tillater at en tilknyttet

agent håndterer kunders midler. En tilknyttet agent kan ikke håndtere midler tilhørende kunder fra stater som forbyr slik håndtering, selv om agenten selv er etablert i en stat som tillater håndtering av kundemidler.

Verdipapirforetakene må føre tilsyn med sine tilknyttede agents virksomhet for å sikre at verdipapirforetakets virksomhet gjennom agentene utføres i henhold til MiFIDs krav, jf. art. 23 nr. 2 tredje ledd. Denne forpliktelsen må ses i sammenheng med at verdipapirforetaket fortsatt skal bære det hele og fulle ansvar for agentens handlinger eller unnlatelser, herunder overholdelse av regelverk.

Det følger av art. 23 nr. 3 første ledd at det må opprettes et offentlig register i de medlemsstater som tillater at verdipapirforetak benytter tilknyttede agenter. Registeret skal inneholde informasjon om alle tilknyttede agenter som er etablert i medlemsstaten. Dersom for eksempel Norge ikke tillater norske verdipapirforetak å benytte tilknyttede agenter, skal det likevel være adgang for andre staters verdipapirforetak å ha tilknyttede agenter som er etablert i Norge. Disse agentene skal i så fall føres inn i registeret i det aktuelle utenlandske verdipapirforetakets hjemstat, jf. art. 23 nr. 3 annet ledd. Art. 23 nr. 3 første og annet ledd lyder:

«Member States that decide to allow investment firms to appoint tied agents shall establish a public register. Tied agents shall be registered in the public register in the Member State where they are established.

Where the Member State in which the tied agent is established has decided, in accordance with paragraph 1, not to allow the investment firms authorised by their competent authorities to appoint tied agents, those tied agents shall be registered with the competent authority of the home Member State of the investment firm on whose behalf it acts.»

I følge art. 23 nr. 3 tredje ledd skal medlemsstatene sikre at tilknyttede agenter kun registreres dersom det er godtgjort at de har tilstrekkelig godt omdømme og at de besitter den nødvendige allmenne, forretningsmessige og faglige viten til presist å gi alle relevante opplysninger om den tilbudte tjenesteytelse. Det skal med andre ord foretas en egnethetsvurdering i tilknytning til registreringen. Medlemsstatene kan i medhold av art. 23 nr. 3 fjerde ledd bestemme at det skal være tilstrekkelig at verdipapirforetaket selv verifiserer at agenten oppfyller disse vilkårene. Art. 23 nr. 3 tredje og fjerde ledd lyder:

«Member States shall ensure that tied agents are only admitted to the public register if it has been established that they are of sufficiently

good reputation and that they possess appropriate general, commercial and professional knowledge so as to be able to communicate accurately all relevant information regarding the proposed service to the client or potential client.

Member States may decide that investment firms can verify whether the tied agents which they have appointed are of sufficiently good reputation and possess the knowledge as referred to in the third subparagraph.»

I henhold til art. 23 nr. 3 femte ledd skal registeret oppdateres jevnlig, og være offentlig tilgjengelig.

I følge art. 23 nr. 4 første ledd skal verdipapirforetak ta alle nødvendige forhåndsregler med hensyn til å unngå at den tilknyttede agentens virksomhet på vegne av verdipapirforetaket ikke påvirkes negativt av andre forhold hos agenten:

«Member States shall require that investment firms appointing tied agents take adequate measures in order to avoid any negative impact that the activities of the tied agent not covered by the scope of this Directive could have on the activities carried out by the tied agent on behalf of the investment firm.»

Art. 23 nr. 4 annet ledd åpner for at registrering og tilsyn med tilknyttede agenter kan drives i samarbeid med verdipapirforetak, kredittinstitusjoner, deres medlemsorganisasjoner eller andre tilsynsobjekter:

«Member States may allow competent authorities to collaborate with investment firms and credit institutions, their associations and other entities in registering tied agents and in monitoring compliance of tied agents with the requirements of paragraph 3. In particular, tied agents may be registered by an investment firm, credit institution or their associations and other entities under the supervision of the competent authority.»

Det følger av art. 23 nr. 5 at verdipapirforetak bare skal ha adgang til å benytte tilknyttede agenter som er registrert i det ovennevnte registeret. I art. 23 nr. 6 presiseres at direktivet ikke er til hinder for strengere regler eller ytterligere regler for tilknyttede agenter registrert i den aktuelle jurisdiksjon.»

7.8.3 Utvalgets forslag

Utvalget viser til at direktivet *åpner* for at medlemsstatene kan tillate bruk av tilknyttede agenter, og at det derfor er adgang til å ikke ha disse reglene i nasjonal rett. Utvalget viser også til at direktivet, for det tilfelle at medlemsstaten velger å gjennomføre nasjonale regler om tilknyttede agenter, kan

ha strengere regler enn de som følger av direktivet. Utvalget peker på at det allerede er tillatt med bruk av agenter i henhold til norsk rett, samt at utvalget har foreslått å oppheve unntaket fra konsesjonsplikt for ordreforvaltning. Disse forhold taler etter utvalgets vurdering for at man gjennomfører direktivets regler som åpner for bruk av tilknyttede agenter i norsk rett. Utvalget foreslår en egen bestemmelse til gjennomføring av MiFID artikkel 23 i utkastet § 10-20. Utvalget uttaler videre (NOU 2006: 3, pkt. 4.7.3):

«MiFID art. 23 legger føringer for hvordan den foreslåtte bestemmelsen om bruk av agenter må utformes.

For det første fremgår det av MiFID art. 23 nr. 1 at verdipapirforetak bare skal kunne benytte tilknyttede agenter til å markedsføre sine tjenester, inngå avtaler («soliciting business») eller motta og formidle ordre, plassere finansielle instrumenter og gi råd om slike finansielle instrumenter og de tjenester som tilbys av verdipapirforetaket. Utvalget foreslår at denne begrensningen bør fremgå direkte av lovteksten. Utvalget legger til grunn at tilknyttede agenter ikke bør tillates å håndtere klientmidler, altså at utførelse av ordre må forestås av verdipapirforetaket selv. Dette gjelder også ved agenter plassering av finansielle instrumenter.

Et særlig spørsmål er om tilknyttede agenter i følge art. 23 nr. 1 er avgrenset til å yte investeringsråd om finansielle instrumenter som inngår i en plassering som verdipapirforetaket foretar, jf. «placing financial instruments and providing advice in respect of such financial instruments» (utvalgets utheving). CESR har berørt denne problemstillingen uten å konkludere i CESR's Draft Technical Advice, 2nd Set of Mandates, October 2004, side 15:

«Concerning the differentiation between «personal recommendation» and «tied agents» CESR does not see any criteria for a meaningful distinction. The mandate does not ask for an interpretation of Article 23(1) MiFID. Though the formulation of Article 23(1) «providing advice in respect of such financial instruments and services offered by that investment firm» is ambiguous with respect to the question whether the formulation «such financial instruments» refers only to those instruments placed by the principal, CESR has not received a specific mandate on this issue. The statement that an investment advice by a tied agent cannot be considered as independent and impartial, also seems to be beyond the mandate. Since CESR could only state that tied agents may also provide investment advice within the limits of Article 23(1) MiFID, we decided not to provide advice on tied agents.»

Utvalget legger til grunn at tilknyttede agenter bør kunne drive investeringsrådgivning på vegne av verdipapirforetaket i tilknytning til alle finansielle instrumenter, uavhengig av om verdipapirforetaket har et plasseringsoppdrag eller ikke. Utvalget viser særlig til at investeringsrådgivning i tilknytning til plassering i større grad vil ha karakter av å være en del av plasseringsoppdraget. Utvalget kan ikke se at det vil være mer betenkelig å tillate tilknyttede agenter å gi råd om andre finansielle instrumenter, som ikke inngår i et bakenforliggende plasseringsoppdrag.

Utvalget foreslår videre en kodifisering av gjeldende rett om at verdipapirforetaket er ansvarlig overfor kunden når det ytes tjenester gjennom en tilknyttet agent, jf. art. 23 nr. 2 første ledd. Forslaget er ment å gjøre det klart at agentens handlinger og unnlatelser anses som verdipapirforetakets egne i relasjon til verdipapirhandelloven og annen lovgivning. Forslaget betyr videre at verdipapirforetaket i like stor grad er økonomisk ansvarlig for sin virksomhet gjennom agenter, som for sin øvrige virksomhet. Forslaget skal imidlertid ikke forstås slik at agenten selv er fri fra ansvar. Hvorvidt agenten på selvstendig grunnlag har brutt rettsregler eller er erstatningsansvarlig, må vurderes konkret.

Utvalget finner særlig grunn til å understreke at agenter kun kan yte investerings-tjenester *på vegne av* et verdipapirforetak. Det betyr at det må foreligge et formidler-/agentforhold mellom et verdipapirforetak og en agent for at agenten skal kunne yte investeringstjenester uten konsesjon. Det vises til drøftelsen i pkt. 2.9.3 om dette.

Det foreslås i tilknytning til forslaget ovenfor at verdipapirforetaket må sørge for at agenter alltid opplyser om agentforholdet ved kontakt med kunder eller potensielle kunder. Utvalget antar at det er tilstrekkelig å gi generelle opplysninger om hvilke tjenester som ytes for verdipapirforetaket, så fremt det fremstår tilstrekkelig klart for kunden i hvilke tilfeller agenten opptrer i et agentforhold. Det må fremgå hvilket verdipapirforetak agenten representerer. Det foreslås også at det må gis opplysninger om ansvarsforholdet mellom verdipapirforetaket og agenten, for å gjøre kundene bedre kjent med sine rettigheter. Det foreslås at verdipapirforetaket må påse at slike opplysninger gis skriftlig eller over telefon med lydopptak før agenten kan yte tjenester overfor kunden.

Utvalget foreslår videre at det tas inn en uttrykkelig plikt for verdipapirforetaket til å føre tilsyn med agentens virksomhet, jf. art. 23 nr. 2, siste ledd. Utvalget antar at denne plikten uansett vil følge av mer generelle bestemmel-

ser om organisering mv., men mener likevel at en uttrykkelig regel skaper større forutberegnelighet.

I følge art. 23 nr. 3 skal det opprettes et offentlig tilgjengelig register over agenter i de medlemsstater hvor det er tillatt for verdipapirforetak å benytte slike. Det betyr at det må opprettes et slikt register i Norge. I følge art. 23 nr. 4 annet ledd kan registeret opprettes og drives i samarbeid mellom de kompetente myndigheter og bransjeaktørene. For oversiktens skyld nevnes at det også stilles krav om etablering av et offentlig tilgjengelig register over verdipapirforetakene selv, jf. art. 5.3 og pkt. 3.1 ovenfor. Utvalget foreslår at Kredittilsynet kan være ansvarlig for slik registerføring, jf. lovutkastet § 10-20 tredje ledd.

Utvalget foreslår at verdipapirforetak bare kan benytte seg av agenter som er registrert i Norge, eller i tilsvarende register i annen EØS-stat. Det foreslås at agenter bare kan bli registrert i Norge dersom det tilknyttede verdipapirforetaket bekrefter at agenten er egnet. Det er i følge art. 23 nr. 3 anledning til å velge om myndighetene skal foreta en slik egnethetsvurdering av hver enkelt agent i tilknytning til opptak til registeret, eller om det skal være tilstrekkelig at det ansvarlige verdipapirforetaket bekrefter at agenten er tilstrekkelig egnet. Utvalget mener at sistnevnte alternativ bør være tilstrekkelig sett i lys av at verdipapirforetaket i alle tilfelle plikter å vurdere agentens egnethet til enhver tid, og også står ansvarlig for agentens atferd. Det foreslås for øvrig lovfestet at verdipapirforetaket må melde fra til Kredittilsynet dersom tilknytningen til en agent opphører, slik at registeret lettere kan holdes oppdatert.

Registeret skal inneholde opplysninger om tilknyttede agenter etablert i Norge, samt om norske verdipapirforetaks tilknyttede agenter etablert i annen stat hvor bruk av tilknyttede agenter ikke er tillatt (og hvor det derfor ikke føres egne register i denne staten).

Det foreslås presisert i lovutkastet § 9-2 annet ledd nr. 8 at tilknyttede agenter for verdipapirforetak, ikke behøver tillatelse som verdipapirforetak. Som nevnt vil en tilknyttet agent bare kunne knytte seg til ett verdipapirforetak, jf. forslaget til § 2-6 tredje ledd.

I pkt. 2.9 foreslår som nevnt utvalget å gjøre formidling av ordre om andeler i verdipapirfond konsesjonsbelagt. På bakgrunn av dette, foreslår utvalget en ny bestemmelse i verdipapirfondloven om at også forvaltningsselskap for verdipapirfond kan benytte tilknyttede agenter, jf. lovutkastet § 19-1 første ledd nr. 1 med forslag til ny § 1-6 i verdipapirfondloven. Det legges til grunn at reguleringen i forhold til tilknyttede agenter vil gjelde tilsvarende for forvaltningsselskap.»

7.8.4 Høringsinstansenes merknader

Næringslivets Hovedorganisasjon (NHO) støtter utvalgets forslag om at verdipapirforetak kan benytte seg av tilknyttede agenter, samt den foreslåtte ansvarsreguleringen mellom verdipapirforetaket og agenten.

ØKOKRIM mener at verdipapirforetaks bruk av agenter kan lede til uklare ansvarsforhold:

«Vårt syn er at bruk av agenter kan lede til uklare ansvarsforhold, særlig hva gjelder krav til organisering av virksomheten. Det er derfor viktig at utgangspunktet om at verdipapirforetaket er ansvarlig for agentens virksomhet gjennomføres fullt ut. Bl a er det viktig at forskrift om lydopptak også overholdes for agentenes håndtering av ordrer og at agentene kun opptrer på vegne av ett verdipapirforetak. Etter utvalgets forslag skal ikke agentene ha rett til å håndtere klientmidler. Vi legger til grunn at agentene da heller ikke vil ha rett til å oppbevare finansielle instrumenter på vegne av kunden.

ØKOKRIM mener videre at det er viktig at også ansatte hos agentene er underlagt egenhandelsreglene i verdipapirhandelloven kap 2a. Etter dagens lovtekst er det for oss uklart om agentene vil være omfattet, jf. § 2a-1 og henvisningen til § 1-3. Vi etterlyser derfor en presisering i lovtekst eller forarbeider om at også agenter er underlagt reglene i kap 2a, samt at ansatte hos agentene ikke kan drive egenhandel på vegne av verdipapirforetaket de er tilknyttet.

Utvalget legger til grunn at agentenes egnethet skal vurderes av verdipapirforetaket og deretter registreres hos Kredittilsynet. Vi mener det er viktig at verdipapirforetaket foretar en reell vurdering, eventuelt på basis av nærmere presiserte kriterier. Vi støtter Utvalgets forslag om at verdipapirforetakene også skal melde opphør av agentforhold til Kredittilsynet for innføring i registeret. Av hensyn til oversikt både blant aktørene i markedet og for kontrollmyndighetene er det viktig at registeret er lette tilgjengelig og oppdatert.»

Kredittilsynet har følgende merknader:

«MiFID åpner for at medlemsstatene kan tillate verdipapirforetak å bruke tilknyttede agenter, jf. artikkel 23. Medlemsstatene kan også gi en begrenset rett til å bruke tilknyttede agenter. Reglene om tilknyttede agenter forutsetter at agenten kun handler for ett verdipapirforetak.

Direktivets artikkel 23 beskriver nærmere hva en tilknyttet agent i henhold til direktivet kan gjøre på vegne av et verdipapirforetak. Fra direktivets artikkel 23 nr.1 siteres:

«Member States may decide to allow an investment firm to appoint tied agents for the purposes of promoting the services of the investment firm, soliciting business or receiving orders from clients or potential clients and transmitting them, placing financial instruments and providing advice in respect of such financial instruments and services offered by that investment firm.»

I lovutkastet § 10-20, jf. definisjonen i utkastet § 2-6 tredje ledd foreslår utvalget at en agent, i tillegg til å markedsføre verdipapirforetakets tjenester og skaffe oppdrag, skal kunne utføre de investeringstjenestene som er nevnt i utkastet § 2-1 første ledd nr. 1, 5 og 6. Kredittilsynet er kjent med at to av de nordiske landene (Danmark og Island) har foreslått å ikke tillate at verdipapirforetakene kan benytte tilknyttede agenter.

Dagens verdipapirhandellov inneholder et unntak fra konsesjonsplikt for videreformidling av ordre om verdipapirer eller andeler i verdipapirfond til verdipapirforetak med adgang til å yte investeringstjenester i Norge eller forvaltningsselskap for verdipapirfond. Markedsføring av finansielle instrumenter, det vil i utgangspunktet si ethvert salgsfremmende tiltak mot markedet, kan i henhold til gjeldende bestemmelser i verdipapirhandelloven bare foretas av foretak som har tillatelse til dette etter vphl. § 7-1 første ledd, jf. § 1-2 første ledd nr. 5. I praksis har Kredittilsynet sett eksempler på verdipapirforetak som med denne begrensede konsesjonen har hatt videreformidling i henhold til unntaket som sin hovedvirksomhet, og slik sett «utnyttet» sin status som verdipapirforetak på bakgrunn av markedsføringskonsesjonen. Det faktum at det i praksis nok har hersket noe usikkerhet knyttet til formidlingsunntaket rekkevidde, har etter Kredittilsynets erfaring åpenbart vært utnyttet av enkelte aktører.

Tjenestene en tilknyttet agent etter utvalgets forslag kan utføre er utvidet i forhold til hva som faller innenfor gjeldene unntak i vphl. § 7-1 tredje ledd nr. 3 og markedsføringskonsesjonen, jf. vphl. § 7-1 første ledd, jf. § 1-2 første ledd nr. 5. Kredittilsynet vil spesielt fremheve at utvalgets forslag innebærer at en agent kan formidle ordre knyttet til alle finansielle instrumenter, ikke bare omsettelige verdipapirer eller andeler i verdipapirfond.

Det er imidlertid en avgjørende forskjell mellom dagens formidlere og de nye agentene. Det følger av direktivets artikkel 23, og også av utvalgets forslag, at agenten handler for verdipapirforetakets ubetingede regning og risiko. Det følger av lovforslaget at verdipapirforetaket er ansvarlig for all virksomhet agenten forestår

på verdipapirforetakets vegne, at foretaket skal sørge for at agenten opptre i samsvar med de krav som ellers gjelder for verdipapirforetaket sin virksomhet og at foretaket plikter å påse at agenten alltid opplyser om agentforholdet i forhold til kundene, jf. utkastet § 10-20 annet ledd. Agenten vil med andre ord være verdipapirforetakets forlengede arm. Agenten vil på den annen side i utgangspunktet operere i eget navn og med egne ansatte. Det vil etter Kredittilsynets vurdering derfor måtte stilles strenge krav til oppfyllelsen av informasjonskravene slik at kundene blir i stand til å oppfatte agentforholdet og innholdet i dette. Etter Kredittilsynets vurdering innebærer ansvars plasseringen likevel en styrking sammenlignet med dagens verdipapirhandellov knyttet til virksomhet som kan drives konsesjonsfritt i henhold til gjeldende vphl. § 7-1 tredje ledd nr. 3.

Det nevnes for øvrig at den friheten som ligger i artikkel 23 om tilknyttede agenter, synes utelukkende å relatere seg til hvorvidt hjemlandets verdipapirforetak skal kunne ha tilknyttede agenter. Dersom Norge velger å ikke tillate norske verdipapirforetak å bruke tilknyttede agenter, vil det ikke være til hinder for at utenlandske verdipapirforetak i andre EØS-stater kan ha tilknyttede agenter etablert i Norge forutsatt at det er anledning til dette etter hjemlandets rett. Dette er også lagt til grunn i den svenske utredningen (SOU 2006: 50 side 265). Kredittilsynet finner det hensiktsmessig at agenter som opererer i det norske markedet har agentforhold med norske verdipapirforetak fordi disse verdipapirforetakene er underlagt norske myndigheters tilsyn og kontroll. Kredittilsynet legger imidlertid størst vekt på at hensynet til norske verdipapirforetaks konkurranseevne i forhold til utenlandske foretak, tilsier at norske verdipapirforetak bør ha anledning til å benytte tilknyttede agenter.

Ettersom verdipapirforetaket er fullt ut ansvarlig for agentens virksomhet, vil denne virksomheten indirekte inngå i Kredittilsynets tilsyn. Utvalget har i denne forbindelse foreslått en tilsvarende opplysningsplikt overfor Kredittilsynet som for verdipapirforetakene.

Utvalget foreslår at tilknyttede agenter skal kan være fysisk eller juridisk person. Kredittilsynet mener at det bør være visse formelle krav til en agent. Det følger av lovutkastet § 9-17 første ledd at et verdipapirforetaks avdelingskontor må ha en leder som oppfyller de egnethetskrav som gjelder for ledelsen i et verdipapirforetak. Kredittilsynet mener det er behov for tilsvarende krav til ledelse og organisering i foretak som driver som tilknyttet agent, og vil understreke viktigheten av at det er en faglig ansvarlig person til stede i agentens enkelte

kontor som til enhver tid innehar de nødvendige kvalifikasjoner. På denne bakgrunn bør departementet vurdere å innta en bestemmelse i loven som pålegger verdipapirforetakene å påse at agentforetak de benytter har en faktisk ledelse som tilfredsstiller de samme kvalifikasjonskrav som gjelder for verdipapirforetaks avdelingskontorer. Der agenten er en fysisk person anser ikke Kredittilsynet at det er nødvendig med spesifiserte og objektive kvalifikasjonskrav. Foretaket vil ha en alminnelig plikt til å bruke agenter som er egnet, på linje med at foretakets ansatte må ha den nødvendige relevante kompetansen.

Det vises for øvrig også til Finansdepartementets brev datert 19. april i år om sammensatte produkter, og til Kredittilsynets vurderinger i den saken, og som oversendes departementet i slutten av juni i år. Når det gjelder agenter som opererer i Norge på vegne av et verdipapirforetak fra et annet EØS-land, legger Kredittilsynet til grunn at disse i medhold av et «general-good-prinsipp» vil pålegges den samme opplysningsplikt og krav til ansvarlig ledelse som norske verdipapirforetak og agenter. Dette bør presiseres i loven.

Direktivets artikkel 23 setter ytre rammer for hva slags oppgaver agenten kan utføre på vegne av verdipapirforetaket, hvilket innebærer at verdipapirforetaket bare kan sette en agent til å utføre de oppgaver som er uttrykkelig nevnt. Kredittilsynet mener det ikke er opplagt at en tilknyttet agent skal kunne utføre alle deler av det som faller innenfor de investerings-tjenestene som er opplistet i utkastet § 10-20 første ledd. Et verdipapirforetak som har tillatelse til å yte investeringstjeneste 1 om mottak og formidling, jf. utkastet § 2-1 første ledd nr. 1, kan også drive markedsføring av finansielle instrumenter. Det er etter Kredittilsynets vurdering ikke opplagt at en agent skal kunne markedsføre finansielle instrumenter selv om et verdipapirforetak med slik tillatelse kan det. Tilsvarende er det for de øvrige tjenestene nevnt i direktivet art. 23 nr. 1 ikke gitt at disse samsvarer med investeringstjenestene nr. 5 og 6. Kredittilsynet foreslår at henvisningene til utkastet § 2-1 nr. 1, 5 og 6 erstattes med en konkret angivelse av den enkelte investeringstjeneste eller eventuelt med en henvisning til utkastet § 2-6 tredje ledd, for å unngå at bestemmelsen på en uønsket måte bindes opp eller blir for omfattende.

I utredningens pkt. 4.7.1 (side 88 første spalte) synes utvalget å legge til grunn at agenten kan utføre andre oppgaver enn det som uttrykkelig fremgår av direktivet. Kredittilsynet siterer følgende:

«Dersom agenten utfører andre oppgaver enn det som tillates etter art. 23, jf. art. 4.1 nr. 25, må agenten etter utvalgets syn vurderes som et frittstående foretak i forhold til konsesjonsreglene (uten at dette utelukker at verdipapirforetaket fortsatt er ansvarlig for foretakets handlinger).»

Utvalget har ikke utredet nærmere hva dette innebærer, herunder hvorvidt agenten som agent for eksempel skal kunne foreta egenhandel og hvorvidt verdipapirforetakets interne regler knyttet til egenhandel skal gjelde også for foretakets tilknyttede agenter. Det fremgår imidlertid av direktivets artikkel 13 nr. 2 at verdipapirforetaket plikter å sørge for at også agenter de bruker overholder foretakets regler knyttet til ansattes egenhandel. Etter Kredittilsynets vurdering bør det presiseres i utkastet § 8-1 at egenhandelsreglene også gjelder for verdipapirforetakets tilknyttede agenter.

Videre vises det til at utvalget i samsvar med direktivet synes å legge opp til at tilknyttede agenter ikke skal ha anledning til å tilby garantistillelse, jf. utredningen side 88. Likevel er det i lovutkastet § 10-20 første ledd vist blant annet til forslaget § 2-1 første ledd nr. 6, som blant annet omfatter garantistillelse. Kredittilsynet legger til grunn at en eventuell henvisning til forslaget § 2-1 første ledd nr. 6, skal begrenses til plassering av offentlige tilbud som nevnt i kapittel 6 og plassering av emisjoner. Dette kommer ikke tydelig frem i utvalgets forslag. Kredittilsynet viser også til at det bør avklares hva investeringsråd knytter seg til; kun de finansielle instrumenter som inngår i en plassering verdipapirforetaket foretar eller på vegne av foretaket med hensyn til finansielle instrumenter generelt. Det vises til utredningen side 90 annen spalte.

Det er grunn til å tro at det vil være en viss interesse for å etablere tilknyttede agenter. Krav om å være tilknyttet ett verdipapirforetak, vil ikke nødvendigvis legge noen demper på fremveksten av slik virksomhet. Tvert imot vil det antagelig være en fordel for verdipapirforetakene å knytte til seg slike agenter fremfor å ha avdelingskontorer rundt om i landet som det har administrativt og forretningsmessig ansvar for, og med de tilhørende klare krav til kvalifisert ledelse. Det store antall tilknyttede agenter man må regne med kommer til å etablere seg, jf. det allerede store antall eksisterende formidlere som trolig vil «konvertere» til tilknyttet agent, vil i seg selv gjøre det vanskelig å kontrollere at virksomheten drives innenfor det tillatte regime. Kredittilsynet antar på denne bakgrunn at forslaget om tilknyttede agenter kan medføre behov for ekstra tilsynsmessige ressurser for å påse at verdipapirforetakene ivaretar sitt ansvar for agenter de benytter.

Eksakt hvilke konsekvenser og hvor stort omfang forslaget om tilknyttede agenter vil få, er det imidlertid vanskelig å si noe sikkert om. Kredittilsynet ser ikke bort fra at det vil kunne oppstå et behov for å gi nærmere bestemmelser om verdipapirforetakenes agentvirksomhet, eksempelvis etter at regelen har virket en tid. Kredittilsynet ber på denne bakgrunn departementet vurdere hvorvidt forskriftshjemmelen i utkastet § 10-20 fjerde ledd gir den nødvendige fleksibilitet med hensyn til eventuelle senere behov for justeringer. For eksempel for å hindre at bestemmelsen får uønsket virkning slik man i praksis har sett knyttet til konsesjonsfri formidlingsvirksomhet.»

Finansnæringens Hovedorganisasjon (FNH) og Sparebankforeningen ber om at myndighetene klargjør om tilknyttede agenter kan formidle ordre på vegne av flere produktleverandører, eller om definisjonen kun tillater en leverandør selv om det dreier seg om ulike produktkategorier. FNH/Sparebankforeningen viser til at det hadde vært ønskelig at en agent kunne yte tjenester innenfor flere produktkategorier og at de enkelte verdipapirforetak har ansvaret for å følge opp agenten på hvert av sine områder.

Ingen av de øvrige høringsinstansene har merknader til utvalgets forslag.

7.8.5 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets vurdering av at direktivets adgang til å ha regler om såkalte tilknyttede agenter bør benyttes. Etter departementets vurdering vil kravet om at agentene bare kan være tilknyttet *ett* verdipapirforetak bidra til ryddige og klare regler på dette området. Departementet viser for øvrig til utvalgets begrunnelse, som departementet i hovedsak slutter seg til. Det vises også til at Kredittilsynet støtter at denne adgangen benyttes.

Departementet foreslår i likhet med utvalget en bestemmelse om at verdipapirforetak kan benytte tilknyttet agent for å utføre nærmere angitte oppgaver. Det vises til lovforslaget § 10-16 første ledd første punktum. Departementet er enig med utvalget i at agenten bør kunne markedsføre verdipapirforetakets tjenester og skaffe oppdrag («promoting the services of the investment firm» og «soliciting business», jf. MiFID artikkel 23 nr. 1), samt motta og formidle ordre («receiving orders from clients or potential clients and transmitting them», jf. artikkel 23 nr. 1). I tråd med direktivet kan agenten også plassere finansielle instrumenter, samt gi råd om slike finansielle instrumenter og tjenester som verdipapirforetaket tilbyr («placing financial

instruments and providing advice in respect of such financial instruments and services offered by that investment firm», jf. artikkel 23 nr. 1). Departementet foreslår at det i lovforslaget § 10-16 første ledd første punktum fremgår at agenten kan utføre disse oppgavene. Departementets forslag avviker fra utvalgets utkast ved at henvisningen til lovforslaget § 2-1 og de enkelte investeringstjenestene er tatt ut. Som Kredittilsynet har påpekt i sin høringsuttalelse er det ikke nødvendigvis samsvar mellom de angitte investeringstjenestene i forslaget § 2-1 og de oppgavene en agent etter lovforslaget (og direktivet) kan utføre. Etter departementets vurdering er lovforslaget således mer i samsvar med direktivet enn utvalgets utkast.

MiFID artikkel 23 nr. 2 annet ledd åpner for at medlemsstatene kan velge å tillate («may allow») at tilknyttede agenter kan håndtere kundens midler i form av penger eller finansielle instrumenter. Departementet vil ikke foreslå at denne adgangen benyttes. Dette er i tråd med utvalgets utkast.

Utvalget har foreslått at det gjøres unntak fra krav om tillatelse for nærmere angitte former for virksomhet, herunder virksomhet som tilknyttet agent, jf. utkastet § 9-2. Departementet har foreslått en tilsvarende unntaksbestemmelse i lovforslaget § 9-2. Departementets forslag skiller seg imidlertid fra utvalgets utkast, ved at det gjøres unntak ikke bare fra kravet om tillatelse, men også fra de øvrige bestemmelsene i kapittel 9 og kapittel 10 (MiFID-reglene). Dette er nærmere omtalt ovenfor under pkt. 5.5. Departementet er enig med utvalget i at det bør være unntak fra krav til tillatelse for tilknyttede agenter, men agenter bør ikke unntas fra de øvrige bestemmelsene i kapittel 9 og kapittel 10, jf. nærmere om dette nedenfor. På dette grunnlag er ikke unntaket for agenter inntatt i lovforslaget § 9-2. Departementet foreslår i stedet at det fastsettes i § 10-16 første ledd annet punktum at kravet om tillatelse i § 9-1 ikke gjelder for agentens virksomhet.

Når det gjelder kravet om at agenten bare kan være tilknyttet ett verdipapirforetak, foreslår departementet at dette presiseres i lovforslaget § 10-16 første ledd tredje punktum. Dette kravet vil bare gjelde agentens tilknytning til verdipapirforetak, og ikke overfor andre foretak. Det vises i den forbindelse til MiFIDs fortale pkt. 37, hvor det fremgår at MiFID ikke begrenser tilknyttede agenter adgang til å utøve virksomhet som omfattes av andre direktiver.

I likhet med utvalget foreslår departementet at det tas inn en definisjon av tilknyttet agent i lovforslagets kapittel 2, jf. forslaget § 2-4 tredje ledd.

Departementet foreslår at det bare skal være adgang for norske verdipapirforetak til å benytte tilknyttede agenter som er registrert i Norge eller i et register i et annet EØS-land, jf. lovforslaget § 10-16 tredje ledd femte punktum.

Departementet foreslår videre en bestemmelse om ansvarsfordelingen mellom verdipapirforetaket og agenten. Bestemmelsen følger opp utvalgets utkast, og er i tråd med direktivet. Departementet foreslår å presisere i loven at det er verdipapirforetaket som er ansvarlig for den virksomheten som agenten driver på *foretakets vegne*, jf. lovforslaget § 10-16 annet ledd første punktum. Departementet foreslår også at verdipapirforetaket ved bruk av agent skal påse at verdipapirforetaket overholder sine plikter etter loven. Forslaget vil gjennomføre MiFID artikkel 23 nr. 2 tredje ledd. Slik bestemmelsen er foreslått utformet, er det altså verdipapirforetaket som er ansvarlig for agentens virksomhet, samtidig som foretaket skal påse at det selv overholder sine plikter etter loven. Dette innebærer ikke at agenten ved utførelse av oppgaver for verdipapirforetaket er unntatt fra bestemmelsene i forslaget til ny verdipapirhandellov. Det vil imidlertid være slik at enkelte bestemmelser, for eksempel de organisatoriske bestemmelsene i kapittel 9, etter sin art ikke vil være anvendelige overfor agenten. Dette er bestemmelser som typisk gjelder verdipapirforetaket som sådan. Tilknyttet agent vil således ikke måtte oppfylle eksempelvis kravene til startkapital (§ 9-13), være medlem av Verdipapirforetakenes sikringsfond (§ 9-12) og agenten vil heller ikke kunne påberope seg reglene i lovforslaget §§ 9-22 til 9-27 om grensekryssende virksomhet mv. Kravet til organisasjonsform (verdipapirforetak må som hovedregel organiseres som aksjeselskap, allmennaksjeselskap eller kredittinstitusjon, jf. lovforslaget § 9-8 første ledd) vil heller ikke være anvendelig på tilknyttede agenter. Når det gjelder de foreslåtte reglene i kapittel 10 del II (investorbeskyttelse) stiller det seg etter departementets vurdering imidlertid annerledes. En tilknyttet agent må for eksempel følge § 10-10 om interessekonflikter, slik at agenten plikter å opplyse kunden om mulige interessekonflikter, jf. lovforslaget § 10-10 annet ledd. Departementet legger også til grunn at agenten må oppfylle kravene til god forretningsskikk, jf. lovforslaget § 10-11. Enkelte bestemmelser i kapittel 10 gjelder kun ved utførelse av ordre. Dette er en tjeneste agenten etter lovforslaget ikke vil kunne yte, noe som innebærer at reglene om beste utførelse av kundeordre (lovforslaget § 10-12), håndtering av kundeordre (lovforslaget § 10-13) og

rapportering av transaksjoner (lovforslaget § 10-18) ikke vil være anvendelige overfor agenten.

Det foreslås for øvrig en rekke plikter for verdipapirforetaket. Departementet foreslår at verdipapirforetaket skal påse at agenten opplyser om agentforholdet ved kontakt med kunder (eksisterende og potensielle), og at disse opplysningene minst må omfatte verdipapirforetakets identitet, tjenestene som tilbys i agentforholdet og at verdipapirforetak fullt ut er ansvarlig for agentens virksomhet. Videre foreslås det at opplysninger skal gis skriftlig eller over telefon med lydopptak. Det vises til lovforslaget § 10-16 annet ledd. Når det gjelder anvendelsen av slike bestemmelser om blant annet opplysningsplikt overfor utenlandske EØS-foretak, vises det til at agenter hjemmehørende i et annet EØS-land vil være underlagt tilsvarende regler, jf. direktivet artikkel artikkel 23 nr. 1 (2) som pålegger verdipapirforetaket å forsikre seg om at agenten opplyser om sitt agentforhold og hvilket verdipapirforetak agenten representerer ved kontakt med kunden og før agenten inngår avtale med kunden eller en potensiell kunde.

For å oppfylle direktivets artikkel 23 nr. 3 om registrering av tilknyttede agenter, foreslår departementet i lovforslaget § 10-16 tredje ledd første punktum at tilknyttede agenter skal registreres i et offentlig tilgjengelig register. Kredittilsynet skal i henhold til lovforslaget føre dette registeret over tilknyttede agenter. Et slikt register skal etter forslaget inneholde opplysninger om tilknyttede agenter som er etablert i Norge, og om norske verdipapirforetaks agenter som er etablert i annen EØS-stat hvor slik bruk av agenter ikke er tillatt. Det skal i henhold til forslaget bare være tillatt å registrere tilknyttede agenter i det norske registeret dersom verdipapirforetaket bekrefter at foretakets tilknyttede agent er egnet. Kravet om egnethet er således ikke begrenset til agenter som er fysiske personer, og må gjelde like fullt dersom den tilknyttede agenten er en juridisk person, jf. Kredittilsynets høringsuttalelse. Departementet slutter seg videre til utvalgets utkast når det gjelder krav om at verdipapirforetaket skal melde fra til Kredittilsynet dersom tilknytningen til en agent opphører, jf. lovforslaget § 10-16 tredje ledd sjette punktum.

Departementet foreslår en bestemmelse i lovforslaget § 10-16 fjerde ledd første punktum som åpner for at det kan gis nærmere regler i forskrift. Departementet foreslår også en forskriftshjemmel som åpner for at det kan fastsettes nærmere regler om tilknyttet agenter og deres virksomhet, jf. lovforslaget § 10-16 fjerde ledd annet punktum. Det vises i denne forbindelse til artikkel 23 nr. 6 som

åpner for at medlemsstatene kan pålegge strengere og andre krav enn de som følger av artikkel 23 overfor tilknyttede agenter som er registrert i medlemsstaten. En forskrift med hjemmel i den foreslåtte § 10-16 fjerde ledd annet punktum vil kunne fastsette i hvilken grad tilknyttede agenter skal underlegges verdipapirhandellovens øvrige bestemmelser. Det følger for øvrig direkte av lovforslaget § 8-1 første ledd bokstav a) at egenhandelsreglene gjelder for tilknyttet agent, jf. også MiFID artikkel 13 nr. 2 og lovforslaget § 9-11 første ledd nr. 6.

Departementet slutter seg for øvrig til utkast til ny § 1-6 i verdipapirfondloven som åpner for at forvaltningsselskap for verdipapirfond kan benytte tilknyttede agenter, jf. lovforslaget § 19-1 nr. 5.

7.9 Oppgaveplikt og rapportering av handler

7.9.1 Norsk rett

Verdipapirhandelloven § 9-7 første ledd har regler om verdipapirforetakets oppgaveplikt om mottatte og utførte oppdrag. Bestemmelsen fastsetter at verdipapirforetaket plikter å føre oppgaver over mottatte og utførte oppdrag. Oppgaven skal gi full oversikt over foretakets forretningsførsel. Med hjemmel i § 9-7 første ledd annet punktum har Kredittilsynet fastsatt nærmere regler i forskrift 26. september 1996 nr 950 om verdipapirforetaks plikt til å føre oppgaver over mottatte og utførte oppdrag. Forskriften har, utover regler om føring av oppdragsoppgave og omsetningsoppgave, også regler om at slike oppgaver skal oppbevares i minst 10 år hos foretaket på en betryggende måte. Utvalget omtaler reglene om oppgaveplikt og oppbevaring av dokumentasjon på følgende måte (NOU 2006: 3, pkt. 4.8.2):

«Oppgaveplikten gjelder både omsetning som meglerforetaket i egenskap av mellommann formidler eller deltar i, og kjøp eller salg for foretakets egen regning. For egenhandel som ledd i verdipapirforetakets alminnelige kapitalforvaltning gjelder særlige regler i forskrift 26. september 1996 nr. 948 om verdipapirforetaks handel for egen regning som ledd i foretakets alminnelige kapitalforvaltning, herunder om melding av slik handel. Forskriften er fastsatt med hjemmel i vphl. § 8-5 annet ledd. Blant annet stilles det krav om at det kan presenteres separate journaler som viser foretakets og kunders handler i enkelte finansielle instrumenter. Den løpende føringen kan likevel skje i ordre- og omsetningsjournalene etter § 9-7 med forskrifter.»

Når det gjelder rapportering av handler, har verdipapirhandelloven regler om dette i § 9-4 første ledd. Bestemmelsen, og hertil tilhørende forskrifter er nærmere omtalt av utvalget i NOU 2006: 3 pkt. 4.8.2:

«Det følger av vphl. § 9-4 første ledd at verdipapirforetak straks skal melde til børsen transaksjoner i finansielle instrumenter børsnotert i Norge. Denne meldeplikten er en oppfyllelse av rapporteringsplikten etter ISD art. 20 som MiFiD art. 25 nr. 3-5 er en videreføring av. I forarbeidene til § 9-4 første ledd er det lagt til grunn at denne rapporteringsplikten måtte anses oppfylt gjennom verdipapirforetakenes løpende rapporteringsplikt til børsen etter børsforskriften kapittel 12 og 13, se Ot.prp. nr. 15 (95-96) s 60 og 87. Børsforskriftens formål medfører at bestemmelsen også samtidig oppfyller kravene til gjennomlysning av markedet. Etter børsforskriften og etter børsens handelsregler (Norex Member Rules) skal transaksjoner som ikke er gjort på børsen, rapporteres innen 5 minutter og senest innen børsåpning neste dag hvis handelen er gjort utenom børsens åpningstid. Senere er det innført regler om utsatt rapportering av store transaksjoner på nærmere vilkår. Utover børsforskriften, som igjen henviser til børsens handelsregler, har departementet ikke fastsatt nærmere regler om slik melding. Verdipapirhandelloven § 9-4 eller børsforskriften har ingen spesifikasjoner av innholdet i rapporteringen.

Henvisningen til den allerede eksisterende rapporteringsplikt til børsen omfatter ikke verdipapirforetak som ikke er børsmedlemmer. Bakgrunnen for at det ikke er laget særskilte rapporteringsregler for disse synes å være at alle foretak med konsesjon til fondsmegling også var børsmedlemmer, se Ot.prp. nr. 15 pkt. 4.3.10. I dag er det i følge Kredittilsynet flere verdipapirforetak som ikke er børsmedlemmer. I mangel av forskrift gir likevel loven en selvstendig plikt, men denne er i følge børsen og Kredittilsynet ikke håndhevet særskilt for ikke-medlemmer, og er etter det utvalget har grunn til å tro i begrenset grad etterlevd.

Oslo Børs har lagt til grunn at opplysninger som rapporteres etter vphl. § 9-4 første ledd skal offentliggjøres, fordi dette synes å utgjøre en del av kursnoteringene etter børsloven § 5-3. Dette fordi bestemmelsen både skal oppfylle ISD art. 21 om gjennomlysning av markedet der offentliggjøring kreves og art. 20 om rapportering til myndighetene ut fra tilsynsformål der offentliggjøring ikke kreves.

Departementet har fastsatt forskrift av 26. september 1996 nr. 951 om verdipapirforetaks meldeplikt om transaksjoner i finansielle instrumenter som er gjenstand for omsetning

på regulert marked innenfor EØS-området og som er foretatt gjennom filial eller ved grenseoverskridende virksomhet i en annen EØS-stat. Melding etter denne bestemmelsen skal gis til Kredittilsynet.

Departementet kan fastsette regler om at verdipapirforetak skal gi melding til børsen om handel i ikke-børsnoterte opsjoner og terminer som gjelder kjøp eller salg av finansielle instrumenter børsnotert i Norge. Det er oppstilt krav om slik melding i forskrift 20. januar 1999 nr. 26 om verdipapirforetaks plikt til å gi melding til børsen om handel i ikke-børsnoterte opsjoner og terminer som gjelder kjøp eller salg av finansielle instrumenter børsnotert i Norge. Børsen har i børs sirkulære 1/2003 ansett denne meldeplikten for å gjelde både derivater med fysisk oppgjør og med finansiell avregning. Finansdepartementet har i brev 20. april 2004 sagt seg enig i denne fortolkningen. Børsen har, som for øvrig rapportering etter vphl. § 9-4, lagt til grunn at opplysningene skal offentliggjøres.»

7.9.2 EØS-rett

MiFIDs bestemmelser om transaksjonsrapportering og oppbevaring av dokumentasjon finnes i direktivets del II avsnitt tre. Reglene i dette avsnittet har til formål å sikre markedets integritet og gjennomsiktighet. Artikkel 25 regulerer verdipapirforetakets plikt til å opprettholde markedets integritet, transaksjonsrapportering og oppbevaring av dokumentasjon. Bestemmelsen er utfylt med regler i gjennomføringsdirektivet artikkel 9 til 14.

Artikkel 25 nr. 1 i MiFiD pålegger medlemsstatene å sikre at det foreligger passende tiltak som gjør det mulig for den kompetente myndigheten å overvåke verdipapirforetakenes aktiviteter for å sikre at de opptrer ærlig, redelig og profesjonelt på en måte som fremmer markedets integritet. Nr. 1 angir således formålet med bestemmelsen.

Nr. 2 pålegger medlemsstatene å kreve at verdipapirforetakene *oppbevarer* relevant dokumentasjon vedrørende alle utførte transaksjoner knyttet til finansielle instrumenter. Dokumentasjonen skal oppbevares i minst fem år. Dette gjelder både transaksjoner som er utført for egen regning og for kunder. Opplysninger om transaksjoner utført på vegne av kunder skal inneholde all den informasjon og opplysninger som hvitvaskingsdirektivet krever, herunder blant annet opplysninger om kundens identitet (og kopi av legitimasjon).

Når det gjelder *rapportering* av transaksjoner, krever direktivet artikkel 25 nr. 3 første ledd at medlemsstatene pålegger verdipapirforetakene å rapportere om transaksjoner vedrørende finansi-

elle instrumenter som er notert på et regulert marked. Rapporteringen skal finne sted til kompetent myndighet, og skal skje så raskt som mulig etter at transaksjonen har funnet sted. I alle tilfelle skal rapporteringen finne sted innen utløpet av neste virkedag. Plikten gjelder uavhengig av om transaksjonen faktisk ble utført på et regulert marked. I henhold til annet ledd skal den kompetente myndigheten etablere nødvendige ordninger for å sikre at den kompetente myndigheten i forhold til det mest relevante markedet hva angår likviditet også får informasjon om transaksjonen.

Artikkel 25. nr. 4 stiller krav til innholdet i transaksjonsrapporten. Bestemmelsen er ikke uttømmende, jf. «in particular». Den krever blant annet at rapporteringen skal inneholde detaljer om navn og nummer på de finansielle instrumentene som er kjøpt eller solgt, antallet/mengden, dato og tidspunkt for utførelsen av transaksjonen, pris samt hvordan verdipapirforetakene som var involvert ble identifisert.

Medlemsstatene skal i henhold til artikkel 25 nr. 5 legge til rette for at den kompetente myndigheten mottar informasjonen fra verdipapirforetaket, en tredjepart som opptre på vegne av verdipapirforetaket, eller fra et ordrematching- eller rapporteringssystem som er godkjent av den kompetente myndigheten, et regulert marked eller en multilateral handelsfasilitet hvor transaksjonen ble utført. Dersom rapporteringen foretas av enten et ordrematching- eller rapporteringssystem, eller et regulert marked, kan verdipapirforetaket unntas fra plikten i henhold til nr. 3.

Artikkel 25 nr. 6 regulerer utveksling av informasjon mellom kompetente myndigheter i vertsstat og hjemstat. Bestemmelsen fastsetter at informasjonen skal sendes til den kompetente myndigheten i verdipapirforetakets hjemstat, med mindre denne bestemmer at den ikke vil motta slik informasjon.

Nr. 7 åpner for at det kan fastsettes nærmere regler om transaksjonsrapportering mv. Slike regler følger av gjennomføringsforordningen. Gjennomføringsforordningen har i artikkel 9 og 10 nærmere regler om hvordan man avgjør hva som er det mest relevante markedet i relasjon til likviditet. Artikkel 11 pålegger den kompetente myndigheten å føre lister over finansielle instrumenter, som skal være offentlig tilgjengelig for det «kontaktpunktet» som skal opprettes i henhold til MiFIDs bestemmelser om tilsynssamarbeid. Bestemmelsen har også nærmere regler om hvilke opplysninger som skal inntas i en slik liste. Artikkel 12 krever at transaksjonsrapporteringen skal finne sted i elektronisk format (som hovedregel).

Artikkel 13 stiller krav til det nærmere innholdet i transaksjonsrapportene. Bestemmelsen nr. 1 viser til vedlegg I tabell 1 til forordningen, hvor de nærmere kravene fremgår. Artikkel 13 nr. 2 krever videre at de kompetente myndigheter offentliggjør en liste over identifikasjonskoder for regulerte markeder og MHF'er.

Artikkel 13 nr. 3 åpner for at medlemsstatene i enkelte tilfeller kan kreve at transaksjonsrapporten inneholder flere opplysninger enn de som følger av vedlegg I tabell I. Dette gjelder bare forhold som er nødvendige for at den kompetente myndigheten skal kunne overvåke verdipapirforetakenes aktiviteter for å sikre at de opptre ærlig, redelig og profesjonelt på en måte som fremmer markedets integritet. Videre er det et vilkår at kravet om ytterligere informasjon oppfyller et av to alternative vilkår:

- det relevante finansielle instrumentet har særtrekk som er særegne for den typen av finansielle instrument og er ikke dekket av informasjonen i tabell 1, eller
- handelsmetoder på den handelsplassen hvor transaksjonen ble utført inneholder elementer som ikke er dekket av den informasjonen som er listet opp i tabell 1.

Artikkel 13 nr. 4 åpner for at medlemsstatene kan kreve at transaksjonsrapporten inneholder opplysninger om identiteten til kunden (verdipapirforetakets kunde).

Artikkel 14 regulerer utveksling av opplysninger mellom ulike kompetente myndigheter.

7.9.3 Utvalgets forslag

Når det gjelder verdipapirforetakets plikt til å *oppbevare* dokumentasjon om utførte transaksjoner/oppdrag, foreslår utvalget å videreføre gjeldende bestemmelser og tilhørende forskrifter. Utvalget foreslår å samle bestemmelsene, jf. utkastet § 9-11 første ledd nr. 7. Utvalget legger til grunn at nærmere bestemmelser kan fastsettes i forskrift, blant annet om tidsrommet for oppbevaring. Forskriftskompetansen i utkastet er lagt til Kredittilsynet.

Verdipapirforetakets plikt til å *rapportere* om transaksjoner, foreslås av utvalget regulert i en egen bestemmelse i utkastet § 10-22. Bestemmelsen tar sikte på å gjennomføre artikkel 25 nr. 3 til 5. Nr. 6 er av utvalget foreslått gjennomført i utkastet § 15-9 om utveksling av informasjon med andre tilsynsmyndigheter. Utvalget har redegjort for bakgrunnen for sitt utkast på følgende måte (NOU 2006: 3 pkt. 4.8.3):

«I tillegg til at informasjon skal journalføres og lagres i verdipapirforetaket, følger det av art. 25 nr. 3 flg. at transaksjoner også skal rapporteres til de kompetente myndigheter. Utvalget foreslår å erstatte dagens bestemmelse i vphl. § 9-4 første ledd, med en ny bestemmelse som kan gjennomføre direktivet art. 25 nr. 3 til 5. Det vises blant annet til at direktivet krever rapportering av transaksjoner i finansielle instrumenter notert på regulert marked, og ikke kun børsnoterte instrumenter. Videre skiller ikke direktivet mellom transaksjoner i finansielle instrumenter notert på regulert marked i Norge og instrumenter notert i andre land. Dette er også bakgrunnen for kravet om at norske tilsynsmyndigheter på visse vilkår skal sørge for at tilsynsmyndigheter i andre berørte land mottar rapportering, jf. lovutkastet § 15-9 om utveksling av informasjon med andre tilsynsmyndigheter.

Rapporteringen skal etter direktivet gjøres til kompetent myndighet, og ikke til børsen som i dag. Den kompetente myndighet, som i kapittel 9 er foreslått å være Kredittilsynet, må da etablere et system for å motta meldingene fra verdipapirforetakene, samt videresende til og eventuelt motta meldinger fra andre EØS-land. Utvalget viser til at dette vil medføre vesentlige investeringer og driftskostnader som Kredittilsynet ikke har i dag og som må finansieres, se kapittel 23. Utvalget antar at direktivet åpner for en rekke løsninger med hensyn til hvordan Kredittilsynet innretter et system for rapportering. Den tekniske siden av dette må utredes nærmere, men utvalget antar at det både kan tenkes løsninger hvor de tekniske sider av systemet håndteres av en ekstern systemleverandør, og løsninger hvor Kredittilsynet selv etablerer et slikt system.

Systemet vil måtte tilpasses nye krav til rapporteringens innhold, at det skal utveksles opplysninger med utenlandske myndigheter, at rapporteringsordningen må utvides til også omfatte verdipapirforetak som ikke er børsmedlemmer, at det også skal rapporteres inn transaksjoner av instrumenter notert i andre EØS-land gjort av norske foretak, i tillegg til at det vil kunne stilles ytterligere systemkrav.

Direktivets rapporteringsfrist er «så hurtig som mulig» dog senest innen utløpet av neste arbeidsdag. Utvalget antar at dette innebærer at rapportering som hovedregel må skje «straks», jf. ordlyden i vphl. § 9-4, men at det med tanke på unntakstilfellene gir større klarhet dersom den norske gjennomføringsbestemmelsen er i tråd med direktivets ordlyd på dette punktet. Dersom det legges opp til at rapportering kan gjøres samtidig som oversendelse til offentliggjøring som i dag, vil fristen måtte tilsvare fristen for disse reglene, dvs. nær

realtid eller mer presis frist foreslått i kommisjonens nivå-2 regler.

Siden den nærmere avgrensning ikke er nærmere avklart før direktivets nivå 2 er endelig fastsatt, og man også bør se hen til ordninger i sammenlignbare land og eventuell nivå 3 reguleringen, antar utvalget at det endelige valget bør fastsettes i forskrift.

Utvalget mener det vil være unødig omfattende å utvide rapporteringsordningen til å gjelde finansielle instrumenter generelt, det vil si uavhengig av om de er notert på et regulert marked. Imidlertid kan det være grunn til å vurdere rapportering for instrumenter som handles på MHF som i sitt virkeområde er svært lik regulerte markeder. Rapporteringsplikten vil da få samme anvendelsesområde som oppgaveplikten for verdipapirforetak.

Utvalget finner for øvrig grunn til å videreføre forskriftshjemmelen som åpner for krav om melding om handel i ikke-noterte opsjoner og terminer som gjelder kjøp eller salg av finansielle instrumenter som er notert på regulert marked. Etter utvalgets syn kan slik handel likestilles med handel i de underliggende noterte instrumentene. Det kan likevel være behov for å justere forskriften basert på direktivets krav.

Det vises for øvrig til lovutkastet § 10-22 om rapportering av transaksjoner og til spesialmerknadene til denne bestemmelsen.»

Utkastet § 10-22 første ledd pålegger verdipapirforetak å rapportere til Kredittilsynet om transaksjoner i finansielle instrumenter. Plikten gjelder bare for transaksjoner i finansielle instrumenter notert på regulert marked. Fristen for å rapportere er i henhold til utkastet «så snart som mulig», og uansett ikke senere enn slutten av påfølgende virkedag. Utkastet § 10-22 annet ledd stiller nærmere krav til rapporteringens innhold, og samsvarer i hovedsak med MiFID artikkel 25 nr. 4. I utkastet § 10-22 tredje ledd foreslår utvalget at det oppstilles ulike alternativer for hvem som skal rapportere opplysningene inn til Kredittilsynet, jf. direktivet artikkel 25 nr. 5. Utvalget har også foreslått en forskriftshjemmel i utkastet § 10-22 fjerde ledd. Denne omfatter i tillegg til de områder som dekkes av gjennomføringsforordningen, også en adgang til å gi nærmere forskrifter om rapporteringsplikt for transaksjoner i ikke-noterte opsjoner og terminer.

7.9.4 Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet uttaler:

«Det er vanskelig for Kredittilsynet å mene noe konkret om dette forslaget før direktivets nivå 2 og eventuelt nivå 3 regulering er fastsatt. De

mer praktiske konsekvensene av utk. § 10-22 blir i hovedsak at det må etableres systemer for mottak, oppbevaring og utveksling av transaksjonsrapporter til/fra andre EØS-land. Kostnader og ressurser forbundet med dette antas å bli betydelige, og som eventuelt må finansieres. Det vises til omtalen vedrørende dette under punkt 23 om økonomiske og administrative konsekvenser.

I likhet med utvalget finner Kredittilsynet det mest hensiktsmessig at endelig regulering knyttet til rapporteringsplikten fastsettes i forskrift. Kredittilsynet deler utvalgets vurdering (utredningen side 94) med hensyn til at rapporteringsordningen bare bør omfatte finansielle instrumenter som er notert på et regulert marked.»

Norges Fondsmeglerforbund sier:

«Som utvalget påpeker åpner MiFID for en rekke løsninger med hensyn til hvordan Kredittilsynet kan velge å innrette et system for transaksjonsrapportering. Det er svært viktig at man utformer praktiske regler og prosedyrer for rapportering av transaksjoner og ikke etablerer systemer med løpende dobbeltrapportering – der mottakerne til dels ikke vil ha mulighet til å håndtere informasjonen. Slik ordningen er i Norge i dag fungerer rapportering etter vår oppfatning tilfredsstillende. NFMF mener myndighetene bør vurdere å benytte eksisterende system/ infrastruktur i den grad en slik løsning er tilstrekkelige til å oppfylle de krav som MiFID stiller.

Vi erkjenner at det vil påløpe en del kostnader ved å tilpasse/utbygge eksisterende systemer og infrastruktur for å oppfylle de nye kravene som følger av MiFID artikkel 25 nr. 3, men vi mener likevel at dette vil være en enklere og mer kostnadsbesparende løsning sammenlignet med å utvikle et helt nytt transaksjonssystem som er foreslått i noen av de øvrige nordiske landene (Sverige og Finland). Videre er det vår oppfatning at den enkleste løsningen for verdipapirforetakene vil være at transaksjonsrapporteringen skjer via en og samme «kanal», istedenfor at rapporteringen skjer via ulike «kanaler» avhengig av om transaksjonen blir gjort på eller utenfor det regulerte markedet. Forøvrig viser vi til de uttalelser som er fremmet i felles brev av 28. mars 2006 til Finansdepartementet fra de nordiske børsene og de nordiske fondsmeglerforbundene.

Hvis myndighetene velger en ordning hvor samtlige transaksjoner skal rapporteres via (børs/VPS) er det åpenbart at det må påløpe lavere kostnader på de transaksjoner som rapporteres via børsystemet etter pålegg fra myndighetene, dvs de transaksjoner som skjer

utenfor regulert marked. Videre må det klargjøres hvem som kan utnytte denne kursinformasjonen kommersielt. Med andre ord hvem som har eiendomsretten til den kursinformasjonen som innrapporteres.

Videre mener NFMF, i likhet med utvalget, at det vil være unødvendig omfattede å utvide rapporteringsplikten til å gjelde finansielle instrumenter generelt; dvs uavhengig av om de er notert på et regulert marked.

På side 94 i NOU 2006:3 åpner utvalget for å videreføre hjemmelen for rapportering av ikke-noterte opsjoner mv. Det bør imidlertid grundig vurderes hvilke finansielle instrumenter det er behov for at skal rapporteres og publiseres til markedet. Det bør kritisk vurderes hvor stor informasjonsmengde som skal ut til markedet. Her bør det foretas en «kost-nytte vurdering». Man kan risikere å regulere seg til et «informasjonsoverskudd» uten at man vet om et slikt omfang faktisk er ønskelig og til nytte for markedet.»

De fem nordiske børsene og de fem nordiske fondsmeglerforbundene uttaler følgende:

«As is known, the Nordic exchanges together form the NOREX Alliance. One important feature in this Alliance is that all exchanges share the same trading system – SAXESS. Acknowledging that members will have their own choice as to how they report transactions to their local FSA, having different requirements for transaction reporting would make it technically more difficult and economically more costly for those members that wish to use SAXESS for transaction to streamline their transaction reporting.

We also take this opportunity to argue that demanding a client identifier included in the transaction reporting is neither necessary nor does it add any significant value for the competent authorities. Also, the utmost importance should be given when deciding how many «legs» of a transaction should be included in TRS. Requiring end client ID and all «legs» included in the transaction reporting would involve very considerable development of cost for both members and exchanges.

Also, it should be borne in mind, that the Nordic stock exchanges are characterized by a high number of remote members operating from other European countries. As a consequence only part of the trading in the markets will be covered by any additional requirements directed at members subject to the requirements of the Nordic FSAs. To the extent these foreign members are not required to give the same information in their home countries, Nordic members and exchanges would be exposed to higher costs than those competitors.»

ØKOKRIM uttaler:

«Etter ØKOKRIMs syn fungerer dagens ordning med rapportering av handler utenom børsens åpningstid til Oslo Børs godt og den burde om mulig beholdes. Direktivet setter imidlertid ifølge utvalget krav av om at slik rapportering skal skje til kompetent myndighet; Kredittilsynet. ØKOKRIM fremhver, som lovutvalget, at Kredittilsynet i dag ikke har de ressurser og den erfaring som kreves for å motta og behandle rapportene. Det er etter vårt syn viktig at det utarbeides et system som fungerer godt og at man fortsetter å legge til grunn at rapporteringene skal offentliggjøres som del av kursnoteringene. Helhetlig, rask, effektiv og offentlig rapportering av handler utenom børs/regulert marked er viktig for et mest mulig velfungerende verdipapirmarked med størst mulig informasjonslikhet.»

Oslo Børs har følgende merknader knyttet til denne delen av utvalgets utkast:

«Bestemmelsen stiller krav om at verdipapirforetak skal rapportere alle transaksjoner de medvirker for så vidt gjelder verdipapirer notert på regulert marked til Kredittilsynet. Oslo Børs har ingen innsigelser mot bestemmelsen utforming og avgrensning, og viser til at rapporteringsplikts nærmere innhold vil måtte fastsettes i forskrift når EUs utfyllende regler er fastsatt.

Børsen vil imidlertid bemerke at rapporteringsordningen medfører noe vesentlig større og nytt i forhold til dagens rapportering til børsen. Ved at børsen ikke lenger vil være obligatorisk rapporteringssted for tilsynsformål, vil Kredittilsynet få ansvaret for dette. Børsen er opptatt av at norske verdipapirforetak med dette ikke påføres unødig tyngende plikter, men at det etableres systemer som smidig og rimelig kan håndtere rapporteringsplikten. Børsen vil også understreke betydningen av at ikke myndighetene med dette bygger opp et unødig stort apparat for mottak, for håndtering og formidling av transaksjonsrapporter. Vi mener de planer som svenske myndigheter har lagt opp til har en ambisjon og et omfang som vil medføre store etablerings- og årlige kostnader. Oslo Børs vil oppfordre til å velge nordiske løsninger hvor dette er rasjonelt, men ikke der dette medfører investeringer som langt overstiger behov og krav.

Vi viser også til særskilt brev til de nordiske myndighetene fra Norex-børsene og de nordiske fondsmeglerforeningene der man ber om at omfanget av rapporteringsforpliktelsene begrenses til det som er obligatorisk etter MiFID, herunder at man ikke krever at rapportene skal inneholde klientidentifikasjon. Opp-

lysninger om hvilken klient som ligger bak hver enkelt rapportert transaksjon vil uansett være tilgjengelig for tilsynsmyndighetene på forespørsel i henhold til verdipapirforetakenes plikt til å gi også taushetsbelagte opplysninger på forespørsel. Å rapportere kundeidentifikasjon hos verdipapirforetakenes transaksjoner er sammensatte vil også være uforholdsmessig tungvint. På den ene siden vil en markedstransaksjon dekke mange kunders ordre, mens en kundeordre kan måtte dekkes ved svært mange transaksjoner, f.eks. hvor kunden ønsker et gjennomsnitt gjennom dagen og det anvendes elektroniske ordresystemer.

De behov transaksjonsrapporteringen skal fylle oppfylles i dag av den rapportering som skjer til Oslo Børs, og som gjøres tilgjengelig for tilsynsmyndighetene på forespørsel. Mye kan tale for at en videreutvikling av dette rapporteringssystemet vil kunne fylle disse formål. Dersom dagens rapportering i børsens handelssystem suppleres med et filoverførings-system som gjør at Kredittilsynet faktisk har databasen, vil dette antas å fylle direktivets krav og de faktiske behov. Riktignok må rapporteringsplikten utvides bl.a. til å omfatte ikke-medlemmers transaksjoner, instrumenter på andre EØS-markeder, varederivater fra Nord Pool og Imarex og systemer for utveksling av opplysninger med utenlandske myndigheter. System- og driftskostnadene vil også måtte finansieres ved offentlige midler eller brukerbetaling. Oslo Børs inngår gjerne i en dialog med myndighetene om utvikling av et kostnadseffektivt system.»

Ingen av de øvrige høringsinstansene har merknader til utvalgets forslag.

7.9.5 Departementets vurdering

Når det gjelder verdipapirforetakets oppbevaring av dokumentasjon knyttet til utførte transaksjoner, slutter departementet seg til utvalgets forslag om å videreføre en plikt til slik oppbevaring, jf. lovforslaget § 9-11 første ledd nr. 7. MiFID artikkel 25 nr. 2 omfatter dokumentasjon av transaksjoner utført både på vegne av kunden, men også for egen regning («whether on own account or on behalf of a client»). Det følger videre av MiFID artikkel 25 nr. 2 at slik dokumentasjon skal oppbevares i minst fem år, direktivet oppstiller således et minimumskrav. Departementet foreslår at dette kravet fremgår av lovteksten, jf. lovforslaget § 9-11 første ledd nr. 7 annet punktum. Det følger av gjennomføringsdirektivet artikkel 51 nr. 1 tredje ledd at kompetent myndighet i enkelte tilfeller kan fastsette at listene skal oppbevares i et lengre tidsrom («exceptional

circumstances»). Departementet legger til grunn at det vil kunne fastsettes regler om slik lengre oppbevaringsplikt i medhold av forslaget til forskriftshjemmel i lovforslaget § 9-11 sjette ledd.

Etter gjeldende rett rapporterer verdipapirforetaket sine transaksjoner til børsen etter verdipapirhandelloven og børsforskriften. Rapporteringen har to funksjoner. For det første får børsen opplysninger om kursbildet, og for det andre får børsen opplysninger om hvilke transaksjoner som finner sted. MiFID krever på sin side at transaksjonsrapporteringen skal gjøres til «kompetent myndighet», dvs. for Norges vedkommende til Kredittilsynet, og ikke til børsen (jf. kapittel 12 nedenfor som blant annet omhandler utpeking av kompetent myndighet). Slik departementet ser det, blant annet sett hen til de merknader som er innkommet i høringsrunden, reiser denne endringen to problemstillinger. For det første oppstår det spørsmål knyttet til den faktiske gjennomføringen av rapporteringen, og for det andre oppstår det spørsmål knyttet til børsens tilgang til informasjon om utførte transaksjoner.

Departementet har vurdert problemstillingen knyttet til innføring av rapporteringsplikt til Kredittilsynet, og de tekniske utfordringer dette reiser. For å gjennomføre MiFID i norsk rett, må det gis regler om at verdipapirforetaket skal rapportere utførte transaksjoner til Kredittilsynet. Dette innebærer at det må opprettes nye systemer for rapportering, noe som vil kunne innebære økte kostnader og tekniske utfordringer for bl.a. Kredittilsynet og verdipapirforetakene. Slik departementet ser det, krever imidlertid MiFID at det innføres en slik rapporteringsplikt, og norsk rett må derfor endres på dette punktet. Departementet foreslår derfor en bestemmelse om transaksjonsrapportering i lovforslaget § 10-18 første ledd. Forslaget innebærer at verdipapirforetak skal rapportere utførte transaksjoner i finansielle instrumenter som er notert på et regulert marked til Kredittilsynet eller den Kredittilsynet utpeker. Forslaget innebærer en viss fleksibilitet, blant annet med tanke på at de tekniske løsningene for slik rapportering foreløpig ikke er etablert. Rapporteringen skal finne sted «straks», jf. lovforslaget § 10-18 første ledd. Departementet viser til at MiFID krever at rapportering skal skje «så snart som mulig», jf. artikkel 25 nr. 3. Det følger imidlertid av gjennomføringsforordningen artikkel 29 nr. 2 at rapporteringen skal finne sted så nært opp til realtid som mulig, og uansett i løpet av tre minutter etter at transaksjonen er utført. Dette innebærer, slik departementet vurderer det, at for alle praktiske formål skal rapporteringen skje «straks».

Rapporteringsplikten foreslås avgrenset til finansielle instrumenter som er notert på et regulert marked, selv om direktivet åpner for at den enkelte medlemsstat kan innføre rapporteringsplikt også for unoterte finansielle instrumenter, jf. fortalens nr. 45. Når det gjelder spørsmålet om rapporteringsplikten bør utvides til å omfatte også andre finansielle instrumenter, som ikke er notert på et regulert marked, antar departementet at en slik mulighet ikke bør avskjæres helt. Det foreslås derfor å åpne for at rapporteringsplikten i forskrift kan utvides til å gjelde også for transaksjoner i slike instrumenter. Det vises til lovforslaget § 10-18 fjerde ledd. Det legges til grunn at dette vil gjøre det mulig å utvide rapporteringsplikten til for eksempel transaksjoner med finansielle instrumenter som er notert på en multilateral handelsfacilitet (også forkortet MHF, en markeds plass for omsetning av finansielle instrumenter som kan drives av verdipapirforetak, jf. lovforslaget kapittel 11), dersom det skulle vise seg hensiktsmessig ut fra bestemmelsens formål.

MiFID stiller imidlertid ikke nærmere krav til de tekniske løsninger som skal benyttes til rapporteringen, og det enkelte land står således fritt til å velge løsninger som oppfyller direktivets krav. Departementet legger til grunn at et nytt rapporteringssystem til Kredittilsynet må utformes slik at de krav som følger av lovforslaget og direktivet oppfylles. Utover dette mener departementet at man må stå fritt til å velge tekniske løsninger og systemer. Departementet foreslår derfor ikke nærmere lovregler om den nærmere utarbeidelsen og utviklingen av et slikt nytt rapporteringssystem til Kredittilsynet eller den Kredittilsynet utpeker.

Når det gjelder børsens tilgang til informasjon om utførte transaksjoner, antar departementet at en omlegging av rapporteringsplikten fra børsen til Kredittilsynet først og fremst vil kunne innebære et problem i forhold til børsens tilgang på informasjon om transaksjoner som ikke er gjennomført på børsen. Det følger av dagens regler at slike transaksjoner skal meldes til børsen fem minutter etter at transaksjonen er gjennomført, og dersom den er foretatt utenom børsens åpningstid, senest innen børsåpning neste dag. Oslo Børs uttaler i sin høringsuttalelse at de fortsatt vil tilby verdipapirforetakene å rapportere slike transaksjoner til børsen, jf. sitert høringsuttalelse nedenfor under pkt. 7.10.4 og 7.11.5, om internalisering og offentliggjøring av pris og volum. Departementet viser til at det imidlertid ikke er adgang til å pålegge verdipapirforetakene en slik rapporteringsplikt i henhold til MiFID. Børsforskriftens regler på dette punkt vil således ikke kunne videreføres. Departementet

presiserer at rapporteringsplikten uansett vil gjelde overfor Kredittilsynet i henhold til lovforslaget § 10-18 første ledd, så lenge det er snakk om finansielle instrumenter som er notert på et regulert marked. Departementet anser det imidlertid som svært viktig at børsen gis tilgang til de rapporterte opplysningene, når det gjelder børsens rolle som markedsovervåker. Det er foreslått regler om markedsovervåkning på regulerte markeder i forslaget til ny lov om regulerte markeder (børslov) § 27. Det vises for øvrig til nærmere omtale av markedsovervåkingen og denne foreslåtte bestemmelsen nedenfor under punkt 10.4. Departementet foreslår at det i lovforslaget § 10-18 fjerde ledd åpnes for at departementet kan fastsette nærmere regler blant annet om hvem som skal motta rapportene. Dette innebærer at det kan fastsettes forskriftsbestemmelser om børsens tilgang til de rapporterte opplysningene som Kredittilsynet (eller den Kredittilsynet utpeker) mottar i medhold av bestemmelsens første ledd.

Transaksjonsrapportens innhold er foreslått regulert i lovforslaget § 10-18 annet ledd. Den foreslåtte bestemmelsen følger opp utvalgets utkast, og gjennomfører direktivets artikkel 25 nr. 4. Som det fremgår av lovforslaget, er listen ikke ment å være uttømmende, men angir hvilke forhold rapporten «særskilt» skal angi. Andre og nærmere krav til innholdet i rapporten kan stilles i forskrift, jf. den foreslåtte forskriftshjemmelen i lovforslaget § 10-18 fjerde ledd.

Direktivet krever i artikkel 25 nr. 5 at den enkelte medlemsstat skal tillate en viss fleksibilitet for foretakene med hensyn til hvem som skal rapportere transaksjonene til den kompetente myndighet. Det følger av bestemmelsen at rapporteringen kan gjøres av enten:

- verdipapirforetaket selv,
- en tredjeperson som opptrer på vegne av verdipapirforetaket,
- et ordrematchings- eller rapporteringssystem som er godkjent av den kompetente myndigheten, eller
- et regulert marked eller en multilateral handelsfasilitet (MHF) hvor transaksjonen ble gjennomført (kun aktuelt ved transaksjoner foretatt på markedsplassen).

Denne bestemmelsen foreslås gjennomført i lovforslaget § 10-18 tredje ledd. Departementet foreslår ikke at det innføres et unntak fra verdipapirforetakets rapporteringsplikt, slik direktivet åpner for, for de tilfeller hvor det er det regulerte markedet eller den multilaterale handelsfasiliteten hvor transaksjonen ble gjennomført som rapporterer til

Kredittilsynet. Det vises til at et slikt unntak vil være overflødig all den tid foretaket i henhold til lovforslaget § 10-18 tredje ledd kan velge hvordan rapporteringen til Kredittilsynet skal foretas. Et tilsvarende synspunkt synes å være lagt til grunn i den svenske utredningen SOU 2006: 5 pkt. 11.3 (s. 325).

Som det fremgår av lovforslaget og av direktivet artikkel 25 nr. 3, gjelder rapporteringsplikten uavhengig av om transaksjonen er utført på et regulert marked eller ikke. Det avgjørende for om det oppstår rapporteringsplikt er om transaksjonen dreier seg om finansielle instrumenter som er notert på et regulert marked. I forhold til de valgmuligheter lovforslaget § 10-18 tredje ledd oppstiller med hensyn til hvem som kan rapportere om utførte transaksjoner til Kredittilsynet, antar departementet at regulerte markeder og multilaterale handelsfasiliteter (MHF) ikke vil kunne rapportere om transaksjoner som er gjennomført utenfor dette markedet. Departementet forstår den valgdgangen som direktivet oppstiller her slik at det regulerte markedet og MHFen bare kan rapportere dersom transaksjonen faktisk er gjennomført i dette markedet, jf. «through whose systems the transaction was completed» i artikkel 25 nr. 5.

MiFID artikkel 25 nr. 6 om utveksling av informasjon mellom de kompetente myndigheter i vertsstat og hjemstat foreslås gjennomført i lovforslaget § 15-9. Det følger av denne bestemmelsen at Kredittilsynet skal videreformidle rapporter mottatt i henhold til § 10-18 om transaksjonsrapportering til andre EØS-staters myndigheter, der disse er tilsynsmyndighet for det mest relevante marked for de finansielle instrumentene som rapporteringen gjelder. Videre skal rapporteringen videreformidles til tilsynsmyndighetene i verdipapirforetakets hjemstat, med mindre disse myndighetene ikke ønsker å motta informasjonen. Det følger av lovforslaget § 15-9 annet ledd at departementet kan gi nærmere regler (i forskrift) om slik utveksling av informasjon som omfattes av første ledd. Videre kan slike forskrifter omhandle hva som anses som det mest relevante marked etter første ledd nr. 1. Departementet viser til at det er gitt utfyllende regler om sistnevnte forhold i gjennomføringsforordningen artikkel 9 og 10.

Som det fremgår av departementets drøftelse, legges det til grunn at det vil kunne være behov for utfyllende regler knyttet til transaksjonsrapportering. Dette gjelder både i forhold til gjennomføring av utfyllende rettsakter i gjennomføringsforordningen, og i forhold til eventuell utvidelse av rapporteringsplikten til også å gjelde

finansielle instrumenter som ikke er notert på regulert marked. Departementet foreslår at det inntas en forskriftshjemmel som dekker dette i lovforslaget § 10-18 fjerde ledd. Forslaget avviker noe fra utvalgets utkast, det er blant annet foretatt enkelte språklige endringer. Videre vil departementet ikke åpne for at rapporteringsplikten kan begrenses til å gjelde bestemte typer av finansielle instrumenter, slik utvalget foreslår i sitt utkast til § 10-22 fjerde ledd. Departementet viser til at MiFID på dette punktet angir et minimumskrav til medlemsstatenes regulering, jf. «shall require» i artikkel 25 nr. 3, og at kravet til transaksjonsrapportering gjelder for transaksjoner i finansielle instrumenter generelt, så lenge disse er notert på et regulert marked. Departementet antar for øvrig at det ikke er nødvendig å angi særskilt at det kan gis forskrifter om rapportering av handler med ikke-noterte opsjoner og terminer som gjelder kjøp eller salg av finansielle instrumenter notert på regulert marked, da disse uansett vil omfattes av begrepet «finansielle instrumenter som ikke er notert på regulert marked», jf. lovforslaget § 10-18 fjerde ledd.

7.10 Internalisering – «pre-trade transparency»

7.10.1 Norsk rett

Norsk rett regulerer ikke verdipapirforetaks virksomhet knyttet til såkalt internalisering. Verdipapirforetaks egenhandel er regulert i verdipapirhandelloven gjennom regler om blant annet god forretningsskikk og oppgaveplikt ved mottatte og utførte oppdrag.

7.10.2 EØS-rett

MiFID artikkel 27 regulerer såkalt «systematisk internalisering». Dette er definert i direktivet artikkel 4 første ledd nr. 7. I følge utvalget innebærer internalisering at et verdipapirforetak utfører kundeordre på egen bok utenfor et regulert marked eller en MHF, dvs. at verdipapirforetaket foretar egenhandel utenfor regulerte markeders eller MHFers automatiske ordreslutningssystemer. MiFID artikkel 27 regulerer som nevnt bare «systematisk» internalisering, noe som innebærer at foretaket må drive slik virksomhet på en organisert, hyppig og systematisk måte. Utvalget har redegjort for artikkel 27 i NOU 2006: 3 pkt. 4.9.1:

«Art. 27 gjelder kun ved systematisk internalisering i aksjer notert på regulert marked.

Direktivforpliktelsen gjelder altså ikke alle finansielle instrumenter, herunder heller ikke unoterte aksjer.

I følge art. 27 nr. 1 første ledd skal verdipapirforetak som bedriver internalisering publisere («publish») forpliktende kurser («firm quotes») dersom det foreligger et likvid marked («liquid market») for de aktuelle aksjene. I tilfeller hvor det ikke finnes et likvid marked for de aktuelle aksjene, skal verdipapirforetaket oppgi («disclose») kurser til kunder etter oppfordring:

«Member States shall require systematic internalisers in shares to publish a firm quote in those shares admitted to trading on a regulated market for which they are systematic internalisers and for which there is a liquid market. In the case of shares for which there is not a liquid market, systematic internalisers shall disclose quotes to their clients on request.»

Det er lagt opp til nærmere regler om hva som skal anses som likvide aksjer. jf. utkast til kommisjonsforordning art. 21.

I følge art. 27 nr. 1 annet ledd skal reglene om systematisk internalisering gjelde for verdipapirforetak når de internaliserer størrelser opp til standard markedsstørrelse. Verdipapirforetak som bare handler med størrelser over standard markedsstørrelse, skal ikke omfattes av reglene:

«The provisions of this Article shall be applicable to systematic internalisers when dealing for sizes up to standard market size. Systematic internalisers that only deal in sizes above standard market size shall not be subject to the provisions of this Article.»

Det er lagt opp til nærmere regler om hva som regnes som standard markedsstørrelse («standard market size»), jf. utkast til kommisjonsforordning art. 22.

Det gis i art. 27 nr. 1 tredje til femte ledd nokså tekniske regler om verdipapirforetakenes kursstillelse i de enkelte aksjer:

«Systematic internalisers may decide the size or sizes at which they will quote. For a particular share each quote shall include a firm bid and/or offer price or prices for a size or sizes which could be up to standard market size for the class of shares to which the share belongs. The price or prices shall also reflect the prevailing market conditions for that share.

Shares shall be grouped in classes on the basis of the arithmetic average value of the orders executed in the market for that share. The standard market size for each class of shares shall be a size representative of the arithmetic average value of the orders executed in the

market for the shares included in each class of shares.

The market for each share shall be comprised of all orders executed in the European Union in respect of that share excluding those large in scale compared to normal market size for that share.»

Følgende krav skal stilles til de kompetente myndigheter i henhold til art. 27 nr. 2:

«The competent authority of the most relevant market in terms of liquidity as defined in Article 25 for each share shall determine at least annually, on the basis of the arithmetic average value of the orders executed in the market in respect of that share, the class of shares to which it belongs. This information shall be made public to all market participants.»

Art. 27 nr. 3 gir regler om verdipapirforetakenes offentliggjøring av bindende kurser og utføring av ordre mv.:

«Systematic internalisers shall make public their quotes on a regular and continuous basis during normal trading hours. They shall be entitled to update their quotes at any time. They shall also be allowed, under exceptional market conditions, to withdraw their quotes.

The quote shall be made public in a manner which is easily accessible to other market participants on a reasonable commercial basis.

Systematic internalisers shall, while complying with the provisions set down in Article 21, execute the orders they receive from their retail clients in relation to the shares for which they are systematic internalisers at the quoted prices at the time of reception of the order.

Systematic internalisers shall execute the orders they receive from their professional clients in relation to the shares for which they are systematic internalisers at the quoted price at the time of reception of the order. However, they may execute those orders at a better price in justified cases provided that this price falls within a public range close to market conditions and provided that the orders are of a size bigger than the size customarily undertaken by a retail investor.

Furthermore, systematic internalisers may execute orders they receive from their professional clients at prices different than their quoted ones without having to comply with the conditions established in the fourth subparagraph, in respect of transactions where execution in several securities is part of one transaction or in respect of orders that are subject to conditions other than the current market price.

Where a systematic internaliser who quotes only one quote or whose highest quote is lower

than the standard market size receives an order from a client of a size bigger than its quotation size, but lower than the standard market size, it may decide to execute that part of the order which exceeds its quotation size, provided that it is executed at the quoted price, except where otherwise permitted under the conditions of the previous two subparagraphs. Where the systematic internaliser is quoting in different sizes and receives an order between those sizes, which it chooses to execute, it shall execute the order at one of the quoted prices in compliance with the provisions of Article 22, except where otherwise permitted under the conditions of the previous two subparagraphs.»

I følge art. 27 nr. 4 skal de kompetente myndigheter sjekke at verdipapirforetakene oppdaterer de kursene som publiseres i tråd med art. 27 nr. 1, og at kursene reflekterer de gjeldende markedsforhold. De kompetente myndighetene skal videre påse at verdipapirforetakene ligger innenfor grensene for prisforbedring («price improvement») etter art. 27 nr. 3 fjerde ledd.

I følge art. 27 nr. 5 kan verdipapirforetaket etter nærmere regler bestemme hvem som skal gis tilgang til de publiserte kursene:

«Systematic internalisers shall be allowed to decide, on the basis of their commercial policy and in an objective non-discriminatory way, the investors to whom they give access to their quotes. To that end there shall be clear standards for governing access to their quotes. Systematic internalisers may refuse to enter into or discontinue business relationships with investors on the basis of commercial considerations such as the investor credit status, the counterparty risk and the final settlement of the transaction.»

Som det fremgår av siste del av nr. 5, kan verdipapirforetaket nekte adgang til de forpliktende kursene dersom dette er forretningsmessig begrunnet i for eksempel kundens kredittverdighet, motpartsrisiko etc.

Ytterligere tekniske regler for gjennomføringen av systematisk internalisering fremgår av art. 27 nr. 6:

«In order to limit the risk of being exposed to multiple transactions from the same client systematic internalisers shall be allowed to limit in a non-discriminatory way the number of transactions from the same client which they undertake to enter at the published conditions. They shall also be allowed, in a non-discriminatory way and in accordance with the provisions of Article 22, to limit the total number of transactions from different clients at the same time provided that this is allowable only where the

number and/or volume of orders sought by clients considerably exceeds the norm.»

Det er gitt ytterligere utfyllende bestemmelser i utkast til kommisjonsforordning art. 23 til 25. Disse bestemmelsene gjelder (i) hva som anses som kurser som reflekterer gjeldende markedsforhold, (ii) regler om utførelse av ordre, og (iii) hva som skal anses som «retail size».

7.10.3 Utvalgets forslag

Utvalget har foreslått en bestemmelse i utkastet § 2-6 fjerde ledd som definerer «systematisk internaliserer» som verdipapirforetak som på en organisert, jevnlig og systematisk måte handler for egen regning ved å utføre kundeordre utenfor regulert marked eller MHF.

Utvalget foreslår en bestemmelse i utkastet § 10-23 første ledd som pålegger verdipapirforetak som driver systematisk internalisering å publisere forpliktende kurser eller oppgi kurser til kunder avhengig av om handelen skjer med likvide aksjer som er tatt opp til handel på et regulert marked eller om handelen skjer med aksjer som er tatt opp til handel på et regulert marked som ikke er likvide. Kursene skal reflektere gjeldende markedsforhold for den aksjen kursen gjelder, jf. utkastet § 10-23 annet ledd. Utvalget foreslår videre at reglene i bestemmelsen skal gjelde handel opp til standard markedsstørrelse, jf. utkastet § 10-23 tredje ledd. I utkastet § 10-23 fjerde ledd foreslår utvalget å åpne for at det kan fastsettes regler i forskrift om systematisk internalisering. Utvalget uttaler også at det ikke er kjent med at det er verdipapirforetak som i dag driver virksomhet som vil regnes som systematisk internalisering her i Norge.

7.10.4 Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet viser til at deres undersøkelser tyder på at internalisering i direktivets forstand ikke foreligger i Norge i dag. *Kredittilsynet* støtter derfor utvalgets vurderinger med hensyn til at utkastet til lovtekst forenkles så mye som mulig, og at man legger opp til å foreslå nærmere regler i forskrift. Videre uttaler *Kredittilsynet*:

«Når det gjelder den nærmere utforming av lovteksten, mener *Kredittilsynet* at begrepet «jevnlig» bør erstattes med «regelmessig». Etter *Kredittilsynets* vurdering angir «regelmessig» tydeligere at foretaket gjør dette mer enn en enkelt gang, eller bare i enkelte tilfeller. I den betydning brukes «regelmessig» også i den gjeldende verdipapirhandelloven.

For øvrig slutter *Kredittilsynet* seg til utvalgets vurderinger.

Som nevnt antar *Kredittilsynet* at denne bestemmelsen ikke vil få umiddelbar praktisk betydning i det norske verdipapirmarkedet. Hvis markedet for denne virksomheten skulle endres slik at bestemmelsen får økt aktualitet også i det norske markedet, vil *Kredittilsynet* som er ansvarlig tilsynsmyndighet få flere nye oppgaver som det må tas ressursmessig høyde for. Det vises til punkt 23 nedenfor om økonomiske og administrative konsekvenser.»

Ingen av de øvrige høringsinstansene har merknader til utvalgets forslag.

7.10.5 Departementets vurdering

Departementet slutter seg i hovedsak til den foreslåtte definisjonen av systematisk internalisering i utkastet § 2-6 fjerde ledd. Departementet foreslår at definisjonen omfatter regelmessig, systematisk og organisert handel for egen regning, ved at det utføres kundeordre utenfor regulerte markeder eller multilaterale handelsfasiliteter (en markeds plass for omsetning av finansielle instrumenter som kan drives av verdipapirforetak eller regulert marked, jf. lovforslaget kapittel 11, forkortet MHF). Departementet foreslår at definisjonen ikke begrenses til handel med aksjer. Dette er i samsvar med utvalgets forslag og direktivets definisjon i artikkel 4 nr. 1 7). Det vises til lovforslaget § 2-4 fjerde ledd.

De nærmere regler for verdipapirforetak som driver slik virksomhet, foreslås tatt inn i lovforslaget § 10-19. Bestemmelsen tilsvarende utvalgets utkast. I tråd med direktivets minimumskrav, gjelder den bare systematisk internalisering knyttet til handel med aksjer. Departementet ser ikke grunn til å utvide virkeområdet til å omfatte andre finansielle instrumenter, blant annet sett hen til den begrensede utbredelse slik systematisk internalisering har pr. i dag, jf. *Kredittilsynets* uttalelser om dette. Verdipapirforetak som driver jevnlig, systematisk og organisert handel med aksjer for å utføre kundeordre utenfor regulert marked eller MHF, pålegges etter lovforslaget en plikt til å offentliggjøre forpliktende kurser. Dette gjelder bare dersom handelen skjer med likvide aksjer som er tatt opp til handel på et regulert marked, jf. lovforslaget § 10-19 første ledd nr. 1. Informasjon om kurser for tilsvarende handel med aksjer som er tatt opp til handel, men som ikke er likvide, foreslås regulert i lovforslaget § 10-19 første ledd nr. 2. I slike tilfeller skal verdipapirforetaket opplyse kurser til kunder på forespørsel.

Videre foreslås det at de kursene som stilles i denne forbindelse, skal reflektere gjeldende markedsforhold for den aksjen som kursen gjelder, jf. lovforslaget § 10-19 annet ledd. Bestemmelsen foreslås gjort gjeldende for handel opp til standard markedsstørrelse, jf. lovforslaget § 10-19 tredje ledd.

For blant annet å kunne fastsette regler til gjennomføring av MiFIDs og gjennomføringsforordningens nærmere bestemmelser om systematisk internalisering, foreslås det en forskriftshjemmel i lovforslaget § 10-19 fjerde ledd.

7.11 Offentliggjøring av pris og volum – «post-trade disclosure»

7.11.1 Norsk rett

Gjeldende rett pålegger ikke verdipapirforetak å offentliggjøre pris og volum ved transaksjoner i aksjer som er notert på regulert marked i de tilfellene hvor handlene er gjennomført utenfor slike markeder. Børsen offentliggjør imidlertid kursinformasjon for handler utenfor regulerte markeder på bakgrunn av verdipapirforetakenes rapportering etter verdipapirhandelloven § 9-4 første ledd og børsens handelsregler.

7.11.2 EØS-rett

Utvalget har redegjort nærmere for direktivets regler om offentliggjøring av pris og volum (artikkel 28) i NOU 2006: 3 pkt. 4.10.1:

«Direktivet art. 28 gir regler om *offentliggjøring*, det vil si med innsyn for allmennheten, i etterkant av verdipapirforetaks handler med aksjer notert på regulert marked eller MHF i tilfeller hvor handlene er gjennomført utenfor slike markeder. Bestemmelsen oppstiller minimumskrav.

Art. 28 nr. 1 og 2 lyder som følger:

«1. Member States shall, at least, require investment firms which, either on own account or on behalf of clients, conclude transactions in shares admitted to trading on a regulated market outside a regulated market or MTF, to make public the volume and price of those transactions and the time at which they were concluded. This information shall be made public as close to real-time as possible, on a reasonable commercial basis, and in a manner which is easily accessible to other market participants.

2. Member States shall require that the information which is made public in accordance with paragraph 1 and the time-limits within which it is published comply with the requi-

rements adopted pursuant to Article 45. Where the measures adopted pursuant to Article 45 provide for deferred reporting for certain categories of transaction in shares, this possibility shall apply *mutatis mutandis* to those transactions when undertaken outside regulated markets or MTFs.»

Art. 45, som det vises til i art. 28 nr. 2, gjelder krav til offentliggjøring av utførte transaksjoner for regulerte markeder, se pkt. 7.5 nedenfor.

Det er lagt opp til å gi utfyllende regler til art. 28, jf. utkast til kommisjonsforordning art. 26 flg. De utfyllende reglene vil blant annet gjelde innholdet i den informasjon som skal offentliggjøres.»

7.11.3 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår en egen bestemmelse om offentliggjøring av informasjon om utførte transaksjoner, jf. utkastet § 10-24 og utvalgets begrunnelse (NOU 2006: 3 pkt. 4.10.3):

«Etter utvalgets syn har vi i dag et relativt vel-fungerende system for offentliggjøring av markedsinformasjon. I den grad det har oppstått problemer med offentliggjøring av slik informasjon, har dette hatt sammenheng med rapporteringsplikten til børsen etter vphl. § 9-4.

Etter direktivet skal det ikke lenger være slik at markedsinformasjon alltid offentliggjøres gjennom de regulerte markedene. Direktivets ordning er nemlig at handler som foretas på regulerte markeder og MHF skal offentliggjøres av disse etter art. 30 og 45, og at handler som foretas utenfor slike markeder skal publiseres av verdipapirforetakene etter art. 28. Verdipapirforetakene står i så fall fritt til å velge publiseringsmåten, forutsatt at vilkårene som nevnt i art. 28.1 siste setning er oppfylt («easily accessible» etc.). Etter utvalgets syn må dette også innebære at verdipapirforetakene kan velge å benytte de regulerte markedene som plattform for offentliggjøring, men de har ingen plikt til dette.

Verdipapirforetakenes plikt til offentliggjøring gjelder transaksjoner i aksjer som de utfører for egen regning eller på vegne av kunder utenfor regulert marked eller MHF. Plikten gjelder bare ved transaksjoner i aksjer som er tatt opp til notering på regulert marked eller MHF.

På bakgrunn av direktivets krav foreslår utvalget en ny bestemmelse om offentliggjøring av informasjon om utførte transaksjoner i verdipapirhandelloven i tråd med art. 28, se lovtkastet § 10-24. Det foreslås å åpne for utsatt offentliggjøring på samme måte som etter art. 45. Utvalget foreslår videre en hjemmel til å gi

utfyllende forskrifter på bakgrunn av kommisjonsretsaktene om hvilke transaksjoner som skal offentliggjøres, og om hvilken informasjon som skal fremkomme. Det foreslås også hjemmel til å i forskrift utvide plikten til offentliggjøring av transaksjoner i andre finansielle instrumenter enn aksjer.»

7.11.4 Høringsinstansenes merknader

Oslo Børs uttaler:

«Med opphevelsen av rapporteringsplikten til børs (regulert marked) kan markedets karakter endres vesentlig. Mens det i dag finnes et sentralisert rapporteringssted som offentliggjør kurser og ordre, vil man måtte belage seg på enten å innhente informasjon fra flere kilder eller at det finnes aktører som tilbyr konsoliderte kursbilder.

Oslo Børs mener likevel vi skal kunne opprettholde investorenes tilgang på et konsolidert kursbilde også i fremtiden der investorer vanligvis vil kunne få beste pris (best execution). Det alt vesentlige av handelen gjøres i dag i Oslo Børs' ordrematchingssystemer og offentliggjøres i den forbindelse. For transaksjoner som i dag gjøres utenombørs og rapporteres til børs, vil børsen fortsatt tilby verdipapirforetakene å rapportere transaksjoner til børsen, og gjennom det tilby å forestå offentliggjøringen av transaksjoner og ordre. Børsen vil derved bidra til å lette verdipapirforetakenes etterlevelse av lovforslagets § 10-23 og 10-24 samtidig som det øker kvaliteten på børsens kursbilde.

Bestemmelsene gjelder kun for aksjer, mens det er åpnet for bruk av forskrift for så vidt gjelder andre finansielle instrumenter. Med mindre man i det norske markedet skulle se særskilte behov, antar børsen at markedsaktørene samlet sett vil være tjent med å videreføre dagens ordning for derivat- obligasjonsmarkedet. Det vises til at EU-kommisjonen innen 2009 skal evaluere å utvide gjennomsliktighetskravne i MiFiD til øvrige markeder, jf direktivet art 65 nr 1. Når EU har valgt å utsette denne vurderingen skyldes det disse markedenes særegenheter, og at de hensyn som gjelder for aksjer ikke nødvendigvis eller ikke fullt ut gjelder for andre instrumenter. Med mindre aktørene skulle ha innsigelser mot dagens organisering av disse markedene er det naturlig å søke dette videreført inntil utfallet av EUs evaluering foreligger. Dette vil i tilfelle innebære at medlemmene fortsatt vil offentliggjøre handler gjort utenom børsens systemer gjennom rapportering til børsen. I mangel av særskilt regulering i lov eller forskrift antas børsen å kunne konsultere markedsaktørene og ved behov regulere dette i handelsreglene.

Etter lovutkastet § 10-24 annet ledd tredje pkt kan Kredittilsynet gi tillatelse til utsatt rapportering. Bestemmelsen skal tilfredsstillende direktivbestemmelsene som åpner for at nasjonale myndigheter kan tillate utsatt rapportering av store blokkhandler etter nærmere spesifikasjoner i de utfyllende reglene. Vi vil understreke at gjennomlysning av handelen er et viktig kvalitetstrekk ved børsmarkedet, og har særlig kjennetegnet de nordiske markedene. Børsene har i dag regler om utsatt rapportering i sine handelsregler for såkalte blokkhandler av samme hensyn som direktivets unntaksregel. At myndighetene - mot i dag børsen - etter direktivet kan tillate slik utsatt rapportering betyr også at det kan gis tillatelser som er mindre omfattende enn direktivet åpner for. Dette bør bero på en totalvurdering av hensyn som kan gjøres avhengig av det aktuelle markedet. Vi ber derfor om at den mulighet til utsettelse som gis i medhold av utkastet § 2-24 annet ledd nr 3 samordnes med utsettelse som gjelder for regulert marked etter utkast til børslov § 2-26 tredje ledd, og at dette gjøres etter konsultasjon med markedsplasse(n)e og andre aktører.»

Kredittilsynet uttaler:

«Kredittilsynet stiller spørsmål ved om utvalgets forslag med hensyn til offentliggjøringens tidspunkt, jf. at offentliggjøring skal skje «så hurtig som mulig», dekker direktivets «as close to real-time as possible». Kredittilsynet mener at en direkte oversettelse av direktivteksten på dette punkt vil være mer presist, og foreslår derfor at «så hurtig som mulig» erstattes med «så tett opp til realtid som mulig».

Ingen av de øvrige høringsinstansene har merknader til utvalgets forslag.

7.11.5 Departementets vurdering

Direktivreglene om offentliggjøring av pris og volum i utførte transaksjoner skal ivareta hensyn av ulik art. Dels skal reglene fremme konkurransen mellom markedsplassene (regulerte markeder, MHFer og verdipapirforetak), ved at foretakene selv skal kunne bestemme hvordan deres transaksjoner skal offentliggjøres. Videre skal reglene fremme en effektiv prisdannelse (som etter omstendighetene kan bli skadelidende ved fragmentert handel), ved at transaksjoner skal offentliggjøres uavhengig av hvor de gjennomføres. Reglene om offentliggjøring legger også til rette for at verdipapirforetakenes kunder raskt og enkelt kan kontrollere om foretaket har utført en

handel på de beste vilkår som var tilgjengelig i markedet på det aktuelle tidspunkt.

Departementet foreslår at verdipapirforetak som utfører transaksjoner i aksjer som er notert på et regulert marked eller en markedsplass som er en mulilateral handelsfasilitet i henhold til lovfor-slaget kapittel 11 (forkortet MHF), utenfor slike markeder eller handelsfasiliteter, pålegges en plikt til å offentliggjøre informasjon om transaksjonen. En slik plikt foreslås i lovforslaget § 10-20 første ledd første punktum og har til formål å gjennomføre MiFID artikkel 28 nr. 1 første punktum. Departementet foreslår at slik offentliggjøring skal finne sted så tett opp til den utførte transaksjonen som mulig, det vil si så nært i realtid som mulig. Videre foreslår departementet at informasjonen skal offentliggjøres på en måte som er lett tilgjengelig for markedet. Det vises til lovforslaget § 10-20 første ledd annet punktum.

Som det fremgår av departementets lovfor-slag, erplikten til offentliggjøring begrenset til handel i *aksjer* som er notert på regulert marked eller MHF. Departementet viser til at MiFID åpner for at det også kan innføres en plikt til å offentliggjøre informasjon om transaksjoner i andre finansielle instrumenter enn aksjer, jf. for-talens nr. 46 og artikkel 28 nr. 1 («at least»). Departementet vil i likhet med utvalget ikke fore-slå å utvideplikten til å gjelde andre finansielle instrumenter i loven, men foreslår at det kan gis regler i forskrift om slik utvidet plikt til offentliggjøring, jf. omtale nedenfor. Det er bare informa-sjon om transaksjoner som foretas utenfor regu-lerte markeder og MHF'er som omfattes, informa-sjon om transaksjoner på slike markeder og han-delsfasiliteter skal offentliggjøres av disse mar-kedsplassene selv, jf. lovforslaget § 11-4 og forslag til lov om regulerte markeder § 29.

MiFID artikkel 28 fastsetter ikke nærmere krav til hvordan og hvor informasjonen skal offentliggjøres, utover at den skal være tilgjengelig på rimelige kommersielle vilkår («reasonable com-mercial basis») og på en måte som er lett tilgjenge-lig («easily accesible») for andre markedsaktører, jf. artikkel 28 nr. 1. Departementet viser til at denne informasjonen i dag offentliggjøres av børsen, på bakgrunn av rapportering fra verdipapirforetakene i henhold til verdipapirhandelloven § 9-4 og børsens handelsregler. Etter departementets vurdering vil det ikke være adgang til å opprett-holde et absolutt krav om at slike opplysninger skal offentliggjøres av børsen. MiFID artikkel 28 leg-ger opp til at aktørene selv kan velge hvor de vil offentliggjøre informasjonen, så lenge de oppfyller kravet om at informasjonen skal være lett tilgjenge-

lig for andre aktører. Gjennomføringsforordnin-gens artikkel 30 har nærmere regler om i hvilke til-feller informasjonen skal anses for å være offentliggjort: gjennom systemene til regulert marked eller MHF, gjennom en tredjepart, eller gjennom egne ordninger. Det er således opp til verdipapirforeta-ket selv å velge hvilke kanaler opplysningene offentliggjøres gjennom.

Direktivet artikkel 28 nr. 1 oppstiller enkelte nærmere minimumskrav til hvilke opplysninger som skal offentliggjøres, og disse foreslås gjen-nomført i lovforslaget § 10-20 annet ledd. Foretaket skal «minst» opplyse om pris, volum og tidspunktet for når transaksjonen ble utført. Det fremgår såle-des at det ikke er en uttømmende liste, og departe-mentet foreslår at det kan fastsettes nærmere krav til hvilke opplysninger foretaket må offentliggjøre i forskrift, jf. omtale av forslag til forskriftshjemmel nedenfor.

Reglene om utsatt offentliggjøring av informa-sjon i forslag til lov om regulerte markeder § 29 foreslås gjort tilsvarende gjeldende, jf. lovforslaget § 10-20 tredje ledd. Etter forslaget til lov om regu-lerte markeder § 29 kan Kredittilsynet (børsen beslutter slik utsatt offentliggjøring i dag) beslutte at regulert marked gis adgang til å utsette offent-liggjøring av informasjon om utførte transaksjoner på regulert marked.

Departementet finner det som nevnt ovenfor, hensiktsmessig at det kan fastsettes enkelte nær-mere regler i forskrift. Dette gjelder i forhold til utfyllende bestemmelser om rapportering gene-relt, men også i forhold til å utvideplikten til offent-liggjøring av informasjon til å omfatte andre finan-sielle instrumenter enn aksjer. Det vises til lovfor-slaget § 10-20 fjerde ledd. Det er foretatt enkelte språklige endringer i forhold til utvalgets utkast til forskriftshjemmel, men det er ikke lagt til grunn at disse innebærer materielle endringer.

7.12 Andre spørsmål knyttet til verdi-papirforetaks virksomhet mv.

7.12.1 Generelt

I NOU 2006: 3 kapittel 10 fremmer utvalget enkelte endringsforslag i verdipapirhandelloven som ikke anses å være knyttet til MiFID, men som utvalget likevel finner det hensiktsmessig å fremme. Disse endringsforslagene drøftes nærmere i det føl-gende. Det vises til drøftelser nedenfor i punkt 7.12.2 til 7.12.6. I tillegg vil departementet ta opp enkelte andre spørsmål i forhold til gjennomførin-gen av MiFID i norsk rett som ikke uttrykkelig drøftes av utvalget, jf. punkt 7.12.7.

7.12.2 Ansattes egenhandel

Norsk rett

Utvalget beskriver gjeldende rett om ansattes egenhandel slik (NOU 2006: 3 s. 182):

«Det er gitt regler om ansattes egenhandel i vphl. kapittel 2a, samt enkelte særbestemmelser ellers i loven. Kapittel 2a gjelder for ansatte i verdipapirforetak og en rekke andre finansforetak samt forvaltningsselskaper for verdipapirfond, forutsatt at disse normalt arbeider med eller har innsyn i investeringstjenestevirksomhet eller forvaltning av arbeidsgiverforetakets eller kunders finansielle instrumenter, jf. vphl. § 2a-1.

Vphl. § 2a-2 setter blant annet forbud mot at ansatte i verdipapirforetak kjøper og selger derivater eller utsteder slike finansielle instrumenter. Det er gjort unntak for erverv av opsjoner på aksjer eller grunnfondsbevis i arbeidsgiverforetaket når opsjonene er utstedt av foretaket. For andre finansielle instrumenter, med unntak av andeler i verdipapirfond, er det fastsatt bindingstid, ved at disse kan avhendes tidligst 12 måneder etter ervervet. Vphl. § 2a-2 annet ledd gir forbud mot at ansatte finansierer erverv av finansielle instrumenter ved lån som er opptatt med sikkerhet i egne finansielle instrumenter. Videre kan ansatte ikke selge finansielle instrumenter vedkommende ikke eier eller låne finansielle instrumenter. Ifølge vphl. § 2a-2 tredje ledd kan ansatte ikke kjøpe, selge eller tegne finansielle instrumenter når arbeidsgiverforetaket har truffet beslutning om kjøp, salg eller tegning av vedkommende instrument, eller når det foreligger kundeordre på vedkommende instrument. Dette gjelder til dagen etter at handelen er gjennomført. Det er gitt unntak dersom den ansatte ikke kjente til og heller ikke burde ha kjent til, at det forelå slik beslutning eller kundeordre. Etter vphl. § 2a-2 siste ledd kan Kredittilsynet i særlige tilfeller gjøre unntak fra bestemmelsene i første og annet ledd.

I vphl. § 2a-3 er det fastsatt særlige regler om egenhandel for ansatte i visse typer foretak. Vphl. § 2a-4 angir habilitetskrav for ansatte. I vphl. § 2a-5 er det gitt regler om at ansatte skal rapportere egenhandel til foretaket. Vphl. § 2a-6 inneholder nærmere regler om egenhandel foretatt av nærstående og tillitsvalgte. Vphl. § 2a-7 stiller krav til arbeidsgiverforetaket.»

Departementet har ingen merknader til utvalgets fremstilling av gjeldende rett.

EØS-rett

Utvalget uttaler følgende om relevant EØS-rett (NOU 2006: 3 s. 182):

«Etter MiFID art. 13 nr. 2 skal medlemsstatene kreve at verdipapirforetak fastsetter interne regler for ansattes personlige transaksjoner. I medhold av art. 13 nr. 10 kan Kommisjonen vedta utfyllende rettsakter om blant annet nærmere angivelse av de konkrete organisatoriske krav. Forslag til slike regler foreligger i utkast til kommisjonsdirektiv kapittel II. MiFID art. 13 nr. 2 tilsvarer ISD art. 10 første strekpunkt.»

I gjennomføringsdirektivet (direktiv 2006/73/EF) artikkel 11 og 12 gis nærmere regler om ansattes egenhandel.

Utvalgets forslag

Utvalget foreslår å videreføre hovedtrekkene i gjeldende regler, men det foreslås enkelte justeringer for å innføre noe økt fleksibilitet. Det foreslås bl.a. at det skal kunne gjøres unntak fra enkelte av bestemmelsene i forskrift. Utvalget uttaler bl.a. (NOU 2006: 3 s. 182-183):

«Hensynene bak regler om ansattes egenhandel er å motvirke at ansatte og tillitsvalgte foretar verdipapirhandel for egen regning som må antas å være i strid med institusjonens eller institusjonens kunders interesser, å hindre ansatte og tillitsvalgte i å utnytte informasjon de mottar i sin stilling til egen fordel i verdipapirhandelen, samt å hindre at ansatte og tillitsvalgte utnytter sin posisjon for å oppnå særlige fordeler i verdipapirhandelen. Regulering av egenhandel for ansatte og tillitsvalgte er således viktig for å sikre den alminnelige tillit til mellommannsvirksomhet, og igjen for tilliten til at markedet fungerer tilfredsstillende. Det er viktig at reglene om ansattes egenhandel er utformet slik at de er egnet til å ivareta formålet med og hensynene bak reglene.

Ved implementeringen av MiFID vil nye typer verdipapirforetak bli konsesjonspliktig ved at definisjonen av finansielle instrumenter utvides, samt at nye tjenester blir konsesjonspliktig. Gjennom disse endringene vil flere typer foretak være underlagt reguleringen av ansattes egenhandel i vphl. kapittel 2a. Som en konsekvens av dette, bør det vurderes om gjeldende regulering av ansattes egenhandel er egnet til å ivareta formålet med reglene. Utvalget antar som utgangspunkt at de fleste av dagens lovbestemmelser om ansattes egenhandel er adekvate for ansatte i nye typer verdipapirforetak. Reglene synes imidlertid å være lite fleksible mht. nye konsesjonspliktige foretak. Det vises blant annet til at det fremstår som et lite egnet tiltak å ha en lang bindingstid for ansattes avhendelse av aksjer i et foretak som kun driver mellommannsvirksomhet i derivat-

markedet, for eksempel i råvarederivatmarkedet eller valutamarkedet.

Det fremstår som komplisert å gi lovbestemmelser som er hensiktsmessige og dekkende for alle de forhold reglene om ansattes egenhandel er ment å dekke. Utvalget mener derfor at det er behov for at det kan gjøres unntak fra enkelte av bestemmelsene i kapittel 2a gjennom forskrift. I forskrift kan det på et mer detaljert nivå blant annet reguleres hvilke typer finansielle instrumenter ansatte kan erverve, hvor lenge finansielle instrumenter må eies før de kan avhendes og vilkår for at minste eiertid kan fravikes. Det vises til lovutkastet § 8-1 nytt tredje ledd.»

I tillegg foreslår utvalget å oppheve den såkalte «vikepliktreklen» i vphl. § 2a-2 tredje ledd som innebærer at ansatte ikke kan handle i finansielle instrumenter når arbeidsgiver har truffet beslutning om å handle i samme instrument eller når det foreligger kundeordre. Utvalget begrunner forslaget slik (NOU 2006: 3 s. 183):

«Hovedbegrunnelsen for denne bestemmelsen er å forhindre såkalt frontrunning, dvs at (Kreditilsynets høringsnotat 3. april 1997 side 40):

«den ansatte kan foreta private disposisjoner i forkant av disposisjonene som skal foretas på vegne av kunden eller arbeidsgiveren. Som eksempel kan nevnes privat kjøp av et verdipapir før den ansatte effektuerer en stor kjøpsordre på det samme verdipapiret. På den måten vil den ansatte kunne nyte godt av en kursoppgang som følge av at markedet får kjennskap til stor etterspørsel etter det aktuelle verdipapiret.»

Departementet utdypet begrunnelsen for bestemmelsen i proposisjonen og viste blant annet til risikoen for interessekonflikter med kunder (jf. Ot.prp. nr. 84 (1997-97) side 28):

«Departementet legger imidlertid til grunn at såkalt «frontrunning» også kan innebære interessekonflikter med foretakets kunder i tilfeller der foretakets handel ikke er egnet til å påvirke kursen vesentlig.»

Etter utvalgets syn bør man fortsatt ha bestemmelser som ivaretar de hensyn som ligger bak gjeldende bestemmelse i vphl. § 2a-3 ledd, likevel slik at bestemmelsen om at ansatte må vente til dagen etter med å gjennomføre sin ordre blir en unødig restriksjon sett hen til de øvrige bestemmelser som vil styre ansattes egenhandel. Utvalget vil for det første vise til utviklingen av rettstillstanden etter at bestemmelsen om vikepliktsbestemmelsen ble innført i norsk rett i 1999. Innsidehandelforbudet er skjerpet blant annet ved at det ikke lenger er et

vilkår at informasjon skal kunne påvirke kursene vesentlig for å regnes som innsideinformasjon. Det er videre innført plikt for verdipapirforetak til å føre elektronisk ordrebok og å foretak lydopptak av kundeordre, jf. forskrift 13. august 2003. De sistnevnte bestemmelser skal forhindre at ansatte kan manipulere tidsrekkefølgen på ordreutførelse. Dernest vil utvalget peke på at det innføres nye bestemmelser i kapittel 10 som ivaretar hensynet om å unngå interessekonflikter i forhold til kunder. Det pekes spesielt på utkastet § 10-12 om god forretningsskikk hvoretter verdipapirforetak skal påse at kundenes interesse går foran foretakets og de ansattes interesser. Videre vil utvalget vise til utkastet § 10-15 første og annet ledd om plikt til å treffe tiltak som sikrer kundene den beste ordreutførelse samt kundenes rett etter 6. ledd til å kontrollere at ordre er utført i samsvar med pliktene som fremgår av første og annet ledd. Det følger videre av utkast til § 10-16 om håndtering av kundeordre at verdipapirforetak skal utføre sammenlignbare kundeordre i den rekkefølge de kommer inn.

Utvalget mener at de hensyn som lå bak gjeldende vphl. § 2a-3 tredje ledd er ivarettet gjennom de ovennevnte bestemmelser og at det ikke lenger er hensiktsmessig å opprettholde den. I praksis fører dagens bestemmelse til at ansatte i verdipapirforetak ikke kan kjøpe eller selge de mest likvide omsettelige verdipapirer så som stasobligasjoner og aksjer i de største selskaper, dvs i de verdipapirene det er minst betenkelig at ansatte handler sett hen til formålet bak egenhandelbestemmelsene generelt og vikepliktsbestemmelsen spesielt. Utvalget foreslår på denne bakgrunn ikke å videreføre regelen.»

Utvalget foreslår også en endring i gjeldende betingelser for å gjøre unntak fra egenhandelsreglene for ansatte i utenlandske filialer av norske foretak, og uttaler i den sammenheng (NOU 2006: 3 s. 183-184):

«De norske bestemmelsene om egenhandel vil gjelde tilsvarende for ansatte i utenlandske filialer av norske foretak. Departementet kan gjøre unntak fra bestemmelsene i §§ 2a-2 og 2a-3 når det gjelder handel i utenlandske finansielle instrumenter dersom det er nødvendig av konkurransemessige hensyn. Unntak kan i dag bare gjøres dersom de ansatte underlegges tilsvarende egenhandelsregler i vertstaten som de norske. Etter utvalgets syn bør hovedregelen fortsatt være at de norske bestemmelsene bør gjelde, men utvalget foreslår at betingelsene i bestemmelsen for at departementet kan gjøre unntak endres noe. Som nevnt foran, vil reglene om ansattes egen-

handel etter gjennomføringen av direktivet få et bredere nedslagsfelt ved at ansatte i nye typer verdipapirforetak omfattes. Lovgivningen vil i tillegg omfatte flere typer finansielle instrumenter. Videre vises det til at gjennomføringen av direktivet vil innebære en harmonisering av de nasjonale regelverk, bl.a. i forhold til markedsstrukturer, krav til organisering av virksomheter, og foretakenes atferd. I denne nye situasjonen kan det være komplisert å vurdere hva som er «nødvendig på grunn av konkurransemessige hensyn» og om vertstatens eventuelle egenhandelsregler for ansatte tilsvarer de norske. Vurderingskriteriet bør slik utvalget ser det, heller være om et eventuelt unntak i det konkrete tilfelle vil være i konflikt med de hensyn som de norske egenhandelsreglene skal ivareta i forhold til det norske markedet for finansielle instrumenter. Det vises til lovutkastet kapittel 8.»

Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet foreslår en teknisk endring i reglenes virkeområde, men støtter utvalgets forslag om å oppheve vikepliktsregelen. *Kredittilsynet* uttaler bl.a.:

«Definisjonen av omsettelige verdipapirer i vphl. § 2-2 første ledd nr. 1, jf annet ledd nr. 3 kan også omfatte derivater. *Kredittilsynet* foreslår at utkastet til vphl. § 8-2 første ledd omfatter også slike derivater. I forhold til egenhandelsregelverket ser *Kredittilsynet* ingen grunn til ikke også å inkludere derivater omfattet av utk. vphl. § 2-2 første ledd nr. 1, jf annet ledd nr. 3. *Kredittilsynet* foreslår at bestemmelsens ordlyd utvides til å omfatte slike derivater.

Vikepliktsregelen

I forhold til opphevelsen av gjeldende vphl. § 2a-2 tredje ledd vil *Kredittilsynet* peke på at en slik opphevelse må forutsette at foretaket har fastsatt de nødvendige interne instruksjoner og rutiner for dette, og at disse også følges opp med regelmessige kontroller, jf. utk. vphl. § 9-11 første ledd nr. 2. Det vises til utredningen side 183 om regelverk som skal ivareta de hensyn som lå bak bestemmelsen. Det er viktig at markedet har tillit til at ansatte i foretakene ikke utnytter sin posisjon til egen vinning på bekostning av kunder. Interne rutiner må ta høyde for at også uberegtiget mistanke om slike transaksjoner kan være skadelige for tilliten til verdipapirmarkedet. *Kredittilsynet* antar at krav om interne rutiner også vil bidra til å styrke foretakenes fokus på egne ansattes mm. og deres egenhandel.»

Norges Bank slutter seg til utvalgets forslag, men reiser enkelte spørsmål ved reglenes nærmere utforming. Det uttales bl.a.:

«*Norges Bank* viser til at bestemmelsene om egenhandel i lovutkastet kap 8 som i gjeldende lov kommer uttrykkelig til anvendelse på *Norges Bank*, jf gjeldende vphl § 2a-1. *Norges Bank* konstaterer at de foreslåtte egenhandelsreglene får et videre omfang enn tidligere i og med at definisjonen av finansielle instrumenter og derivater er noe utvidet. Vi har ikke prinsipielle innvendinger mot dette, men det bør vurderes om «sekkebestemmelsen» i lovutkastet § 2-2 nr 5, underpunkt 5 kan erstattes med mer presise definisjoner av derivater. Dette er viktig blant annet fordi de foreslåtte egenhandelsreglene er straffesanksjonert. Utvalget drøfter og foreslår opphevelse av den såkalte vikepliktsregelen i gjeldende § 2a-2 tredje ledd, jf utredningen side 183, jf. side 245. *Norges Bank* støtter dette forslaget og er enig i at det ikke er tilstrekkelig behov for videreføring av denne bestemmelsen.»

Norsk Venturekapitalforening støtter også forslaget om å oppheve vikepliktsregelen, og uttaler:

«*Norsk Venture* støtter forslaget om å oppheve vikepliktsbestemmelsen i dagens vphl. § 2a-2 tredje ledd. Det er i lovforslaget bl.a. anført at hensynene bak denne bestemmelsen vil være godt nok ivaretatt av de generelle krav og prinsipper som følger av god forretningsskikk. Det vil i typiske private equity-strukturer regnes som en forutsetning fra investorenes side at rådgivningsselskapet og evt. selskapets ansatte foretar parallellinvesteringer i fondet. Informasjon om slik deltakelse vil fremgå av informasjonsmaterialet som danner grunnlag for investorenes investeringsbeslutninger. For ordens skyld presiseres at *Norsk Venture* er av den oppfatning at rådgivningsselskapets og de ansattes deltakelse som eiere i fondet ikke vil være i strid med god forretningsskikk, uavhengig av eventuell overtegning i transjen forbeholdt eksterne investorer. Det forutsettes imidlertid at det gis klar informasjon i tegningsmaterieell om rådgivningsselskapets og de ansattes deltakelse som investorer.»

Norges Fondsmeglerforbund reiser spørsmål ved hensiktsmessigheten av å regulere ansattes egenhandel i lov, men slutter seg for øvrig til utvalgets endringsforslag. Det uttales bl.a.:

«MiFID pålegger verdipapirforetakene å ha interne retningslinjer for ansattes personlige transaksjoner. Så vidt vites er det ikke vanlig i andre land at ansattes personlige transaksjoner reguleres i lovgivningen. NFMF erkjenner at

regulering av ansattes egenhandel kan være ønskelig for å styrke markedets integritet og kundenes tillit til verdipapirforetakene. Vi er imidlertid usikre på om det er hensiktsmessig at reguleringen skjer på lovsnivå. Gjennom utvidelse av konsesjonsplikten til å gjelde nye typer foretak, og gjennom utvidelsen av definisjonen av finansielle instrumenter, vil egenhandelsreglene favne videre enn opprinnelig tenkt ved utformingen av lovutkastet kapittel 8. Likeledes er det gitt en god del nye bestemmelser i någjeldene vphl og det er foreslått nye bestemmelser som følge av MiFID, som kan tenkes å forandre behovet for den omfattende reguleringen som følger av lovutkastet kapittel 8. Etter vår oppfatning bør departementet vurdere om lovutkastet kapittel 8 bør «flyttes ned» på forskriftsnivå og videre om det bør nedsettes et utvalg for å vurdere mer hensiktsmessige regler hvor det kan tas større hensyn til den virksomhet som foretakene og de ansatte driver.

NFMF er positiv til utvalgets forslag om å fjerne bestemmelsen i dagens vphl § 2a-2 om at ansatte må vente til dagen etter med å gjennomføre sin ordre i de tilfeller arbeidsgiverforetaket har besluttet beslutning om handel i samme finansielle instrument eller når det foreligger kundeordre («vikepliktbestemmelsen»). Som påpekt på side 183 finnes det andre regler i verdipapirhandelloven som ivaretar de samme hensynene som vikepliktbestemmelsen tar sikte på å ivareta. Etter vårt syn har man for eksempel vikeplikt for kundene etter reglene om interessekonflikter, men denne strekker seg ikke så langt ut i tid som dagens regel gjør. Bestemmelsen om at ansatte må vente til dagen etter med å gjennomføre sin ordre blir en unødvendig restriksjon sett hen til de øvrige bestemmelser i verdipapirhandelloven som vil styre ansattes egenhandel.

Videre er NFMF positiv til at det er foreslått en mulighet til å differensiere på bindingstid avhengig av instrumenttype og virksomhet i forslagens § 8-2 (3).»

ØKOKRIM har ingen merknader til utvalgets forslag, men uttaler bl.a. følgende:

«På mer generell basis vil vi imidlertid bemerke at vi ser eksempler på mulige omgåelser av nærstående-definisjonen ved transaksjoner foretatt av ansatte i verdipapirforetak, jf § 3-1 tredje ledd som viser til § 1-4 nr 1, 2 og 4. § 1-4 nr 4 viser bl a til asl og asal §§ 1-3 annet ledd og kriteriet «bestemmende innflytelse». Vår erfaring er at definisjonen i enkelte tilfeller forsøkes omgått ved at ansatte i verdipapirforetak foretar transaksjoner gjennom foretak der de ikke nødvendigvis har formelt sett «bestem-

mende innflytelse» etter asl/asal, men reelt sett har full kontroll og beslutningsmyndighet hva gjelder verdipapirhandel. Etter vårt syn er henvisningen til asl og asal §§ 1-3 lite treffende for anvendelse av egenhandelsreglene. Det avgjørende må etter vårt syn være om den ansatte kontrollerer og beslutter verdipapirtansaksjonen.»

Ingen av de øvrige høringsinstansene har merknader til utvalgets forslag.

Departementets vurdering

Gjeldende lovregler om egenhandel foretatt av ansatte og personer med særlig tilknytning til finansinstitusjoner mv. trådte i kraft 1. september 1999. Reglene innebærer til dels betydelige begrensninger for ansattes og deres nærståendes adgang til å handle finansielle instrumenter for egen regning, jf. omtale ovenfor i utvalgets redegjørelse for gjeldende rett. Reglene er begrunnet i to – til dels overlappende – hensyn. *For det første* skal reglene motvirke interessekonflikter mellom den enkelte ansattes disposisjoner og disposisjoner på vegne av foretakets kunder. Slike interessekonflikter vil særlig kunne være aktuelle i institusjoner som forvalter eller formidler verdipapirer direkte på vegne av foretakets kunder, dvs. typisk verdipapirforetak og forvaltningsselskap for verdipapirfond. Også i andre typer institusjoner som mer indirekte forvalter midler for sine kunder, vil det kunne oppstå interessekonflikter. Dette gjelder typisk for banker som mottar innskudd fra allmennheten og forsikringsselskaper som mottar premiemidler fra kundene. Slike innskudd og premiemidler forvaltes som en del av selskapenes totale forvaltningskapital som plasseres i bl.a. verdipapirer. Innskyterne og forsikringskundene har en (indirekte) interesse i hvordan selskapet forvalter deres midler, herunder at den ansatte som forstår forvaltningen ikke prioriterer handel for egen regning foran handel som foretas på vegne av selskapet. *For det andre* har reglene til formål å styrke tilliten til verdipapirmarkedet generelt, ved at visse ansatte i finansnæringen ikke skal kunne motta særlige fordeler i kraft av sin stilling, eller oppnå særlige fordeler ved hjelp av informasjon som mottas i kraft av stillingen. Regler som tar sikte på å motvirke interessekonflikter, vil normalt også bidra til å bedre tilliten til verdipapirmarkedet. Regler som tar sikte på å bedre tilliten til markedet, vil imidlertid ikke være begrenset til tiltak for å motvirke interessekonflikter. Det vises til nærmere omtale av egenhandelsreglene og hensynene bak dem i Ot.prp. nr. 84 (1997-98) kapittel 4.

Etter departementets syn gjør disse hensyn seg fortsatt gjeldende ved vurderingen av reguleringsbehovet i det norske verdipapirmarkedet. Et effektivt verdipapirmarked forutsetter at investorene har tillit til markedets virkemåte, herunder at mellommennene ikke beriker seg selv og sine på en urettmessig måte. Slik tillit er særlig viktig for det norske verdipapirmarkedet, hvor utenlandske investorer spiller en sentral rolle.

Utvalget drøfter ikke særskilt om de nye EØS-reglene om ansattes egenhandel på noen måte begrenser vårt nasjonale handlingsrom mht. til å opprettholde de gjeldende egenhandelsreglene i verdipapirhandelloven. MiFID artikkel 13 nr. 2 inneholder kun en generell forpliktelse om at foretaket skal ha «adekvate rutiner og prosedyrer» om bl.a. ansattes egenhandel. I gjennomføringsdirektivet artikkel 12 nr. 1 angis imidlertid nærmere definerte situasjoner som skal forbys av foretakets interne regler. Det gis bl.a. nærmere regler om misbruk av konfidensiell kundeinformasjon og forbud mot at produsenter av analyser erverver instrumenter de selv analyserer, jf. henvisningen til artikkel 25 nr. 2 (a) og (b). De ansatte skal være avskåret fra å gi informasjon til andre, dersom det er rimelig å anta at de andre personene vil foreta transaksjoner den ansatte selv ville vært avskåret fra å foreta. Foretakene skal etablere rutiner som sikrer at det informeres om ansatte egenhandel, og det skal føres en oversikt over slik handel. Disse restriksjonene gjelder ikke transaksjoner som utøves gjennom en aktiv forvaltningsavtale på vegne av den ansatte, eller ansattes erverv av verdipapirfondsandeler mv., jf. artikkel 12 nr. 3.

Generelt kan man si at EØS-reglene om egenhandel i større grad enn de norske reglene er basert på at foretakene selv skal treffe de nødvendige tiltak for å hindre de interessekonflikter ansattes egenhandel kan gi opphav til. En slik foretaksbasert tilnærming var i og for seg tilnærmingen i Norge før de nåværende egenhandelsreglene trådte i kraft, jf. omtale i Ot.prp. nr. 84 (1997-98). På bakgrunn av enkelte episoder i det norske verdipapirmarkedet, fant en imidlertid behov for å gi mer presise regler om ansattes egenhandel. Etter departementets syn er en slik tilnærming fortsatt å foretrekke i det norske verdipapirmarkedet. Gjeldende norske egenhandelsregler skal ikke bare forhindre de konkrete interessekonflikter egenhandel kan gi opphav til, men de skal også legge til rette for tillit til det norske verdipapirmarkedet som sådan. Slike allmenne offentlige hensyn ivareta etter departementets syn best gjennom presise lovbestemmelser, og ikke gjennom krav til de interne retningslinjer i det enkelte foretak. Depar-

tementet legger derfor opp til å videreføre de sentrale elementer i gjeldende egenhandelsregelverk.

Gjennomføringsdirektivet artikkel 4 gir i utgangspunktet anvisning på en totalharmonisering av områder som er dekket av gjennomføringsdirektivets bestemmelser, herunder reglene om ansattes egenhandel. Med totalharmonisering menes i denne sammenheng at nasjonale myndigheter ikke kan innføre andre regler enn det som følger av direktivet, verken ovenfor nasjonale foretak eller foretak som driver virksomhet i vedkommende land gjennom filial eller grensekryssende virksomhet. Departementet viser imidlertid til at artikkel 4 tillater nasjonale bestemmelser som går lenger enn gjennomføringsdirektivets bestemmelser, dersom nærmere vilkår er oppfylt. Det kan bl.a. opprettholdes «objectively justified and proportionate» nasjonale regler som skal ivareta risiko knyttet til investorbeskyttelse eller tilliten til markedets funksjonsmåte, og som ikke er tilstrekkelig adressert i direktivet. I tillegg må de nasjonale reglene ivareta en risiko som er av særlig betydning for markedsstrukturen i det aktuelle landet. Etter departementets vurdering oppfyller de norske egenhandelsreglene disse vilkårene. Den prinsipp- og foretaksbaserte tilnærmingen direktivet gir anvisning på, har tidligere ikke vist seg å innebære en adekvat reguleringsform i Norge på dette området. I tillegg er et av de bærende hensyn bak de norske reglene å sikre tilliten til vårt verdipapirmarked, noe som er av særlig betydning for mindre land (som Norge). Dersom disse vilkårene er oppfylt, kan nasjonale myndigheter notifikere EU-kommisjonen (ESA eller EFTA-sekretariatet for Norges del), som skal publisere tiltakene og deres begrunnelse.

Etter gjeldende vphl. § 2a-3 tredje ledd får egenhandelsbestemmelsene også anvendelse overfor ansatte i norske filialer av foretak med hovedsete i annen EØS-stat. Det følger imidlertid av gjennomføringsdirektivet at nasjonale regler som faller inn under artikkel 4 (dvs. nasjonale regler som er strengere enn gjennomføringsdirektivets regler), ikke kan gjøres gjeldende overfor foretak med hovedsete i annen EØS-stat, jf. gjennomføringsdirektivet artikkel 4 nr. 2. I tråd med dette foreslår departementet å unnta EØS-foretak og deres ansatte fra egenhandelsreglenes virkeområde ved at gjeldende vphl. § 2a-3 tredje ledd ikke videreføres. Det kan anføres at ulike regler for ansatte ved hhv. norske og utenlandske verdipapirforetak kan skape en konkurransemessig ulempe for norske foretak, ved at filialer av utenlandske foretak lettere kan rekruttere kvalifisert personell siden de ansatte ved slike filialer vil kunne underlegges et

mer liberalt egenhandelsregime. De nærmere virkningene av en slik endring beror imidlertid på en rekke forhold, herunder hvilke regler de ansatte i filialene er underlagt og hvordan de norske egenhandelsreglene utformes, jf. nedenfor om konkrete endringsforslag som vil innebære en økt fleksibilitet i de norske reglene. For øvrig er departementet usikker på om man generelt kan anføre at det er en konkurranseulempa for norske foretak at deres ansatte er underlagt et noe strengere egenhandelsregime enn deres utenlandske konkurrenter, all den tid et viktig hensyn bak egenhandelsreglene er å unngå interessekonflikter mellom kundenes og de ansattes interesser. Strengt egenhandelsregler kan således isolert sett utgjøre et konkurransefortrinn for norske foretak som må vurderes opp mot eventuelle ulemper.

Departementet slutter seg for øvrig til de konkrete endringer i det norske egenhandelsregelverket som utvalget foreslår. Når det gjelder forslaget om å innføre nye hjemler til å gjøre unntak fra reglene, antar departementet at noe økt fleksibilitet kan være hensiktsmessig i lys av at en rekke nye virksomheter nå vil underlegges verdipapirhandellovens regler. Det vises for øvrig til utvalgets begrunnelse som departementet slutter seg til. Når det gjelder bestemmelsen om vikeplikt, antar departementet, i likhet med utvalget, at de øvrige bestemmelser om interessekonflikter og beste ordreførelse mv. som nå foreslås, gjør det forsvarlig å oppheve denne bestemmelsen. Det vises til utvalgets begrunnelse som departementet slutter seg til. Det vises også til at ingen høringsinstanser har gått i mot utvalgets forslag på disse områdene. Tilsvarende gjelder utvalgets forslag om å endre reglenes virkeområde for ansatte ved utenlandske filialer av norske foretak. Når det gjelder ØKOKRIMs uttalelse om ansatte som handler gjennom foretak hvor de formelt sett ikke innehar den innflytelse som kreves for å anses som «nærstående» etter lovforslaget § 2-5, viser departementet til at slike ansatte etter omstendighetene vil anses å ha ervervet de finansielle instrumentene for egen regning, jf. tilsvarende i Ot.prp. nr. 29 (1996-97) s. 154 og Ot.prp. nr. 84 (1997-98) kapittel 6.

Departementet slutter seg for øvrig til Kredittilsynets høringsuttalelse om at forbudet mot at ansatte handler i derivater i lovforslagets § 8-2 første ledd, også bør omfatte derivater som nevnt i lovforslaget § 2-2 første ledd nr. 1, jf. annet ledd nr. 3.

Det foreslås også at det fremgår av lovforslaget § 8-1 første ledd nr. 1 at egenhandelsreglene gjelder for verdipapirforetaks tilknyttede agenter. Tilknyttede agenter er nærmere omtalt ovenfor under pkt. 7.8.5.

7.12.3 Verdipapirforetaks handel i finansielle instrumenter for egen regning

Norsk rett

Utvalget beskriver gjeldende bestemmelse om foretakets egenhandel i vphl. § 8-5 slik (NOU 2006: 3 s. 184):

«Vphl. § 8-5 regulerer verdipapirforetaks handel i finansielle instrumenter for egen regning. Utgangspunktet i bestemmelsen er at verdipapirforetak bare kan kjøpe, selge eller tegne finansielle instrumenter for egen regning når handelen foretas som ledd i investeringstjenestevirksomheten eller handelen er ledd i foretakets alminnelige kapitalforvaltning, jf. første ledd.

I § 8-5 annet ledd første punktum begrenses adgangen til verdipapirforetak, som ikke er kredittinstitusjoner, til å foreta handler i finansielle instrumenter som ikke er opptatt til handel på regulert marked (det vil si unoterte instrumenter). Etter tredje ledd kan Kredittilsynet i særlige tilfeller gjøre unntak fra denne bestemmelsen, dersom unoterte finansielle instrumenter erverves til varig eie eller bruk for foretaket. I praksis tolkes «varig eie eller bruk» som ett år.»

Departementet har ingen merknader til utvalgets fremstilling til vphl. § 8-5, men vil bemerke at bestemmelsen må leses i sammenheng de generelle kravene til god forretningsskikk som gjelder ved egenhandel som nevnt i vphl. § 8-5 første ledd nr. 2 (dvs handel som er ledd i foretakets alminnelige kapitalforvaltning), jf. vphl. § 9-3. Vphl. § 9-3 innebærer at foretaket ikke kan foreta egenhandel (som nevnt i § 8-5 første ledd nr. 2) i finansielle instrumenter det foreligger kundeordre på og der særskilt kurs ikke er angitt i ordren. Verdipapirforetaket kan i andre tilfeller ikke tre inn i avtalen med oppdragsgiveren dersom foretaket kan oppnå bedre betingelser for kunden ved kjøp eller salg i markedet på tidspunktet for behandling av oppdraget. Dersom verdipapirforetaket helt eller delvis har trådt inn som motpart i avtalen, skal kunden ved sluttsettelsen opplyses om dette. I tillegg gis en særskilt regel om overtegning ved offentlige tilbud i bestemmelsens tredje ledd. I slike tilfeller kan verdipapirforetak som bistår tilbyder i forbindelse med tilbudet, ikke tildeles verdipapirer hvis slik tildeling medfører avkortning av tildeling til foretakets kunder.

EØS-rett

Utvalget legger til grunn at MiFID ikke har regler på dette området.

Utvalgets forslag

Utvalget foreslår en mindre justering i vphl. § 8-5 om foretakenes adgang til å handle i unoterte aksjer. Det uttales bl.a. (NOU 2006: 3 s. 184):

«Etter utvalgets syn bør bestemmelsene oppheves til fordel for en adgang for Kredittilsynet til å fastsette nærmere regler om handler i unoterte finansielle instrumenter. Slike regler kan for eksempel regulere type instrument og «bindingstid» for verdipapirforetaket. Kredittilsynet må vurdere nærmere om det er behov for slike regler. Reglene om verdipapirforetaks melding om egenhandel, bør uansett videreføres, jf. forskrift 26. september 1996 nr. 948 om verdipapirforetaks handel for egen regning som ledd i foretakets alminnelige kapitalforvaltning, herunder om melding av slik handel. Utvalget foreslår at annet og tredje ledd i gjeldende vphl. § 8-5 (ny § 10-4) erstattes med ett nytt annet ledd som skal lyde:

«Foretaket skal gi Kredittilsynet melding om slik egenhandel. Kredittilsynet kan fastsette nærmere regler om slik melding, samt om handelen til verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjoner i finansielle instrumenter som ikke er opptatt til handel på regulert marked.»»

Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet støtter i hovedsak utvalgets vurderinger, men reiser spørsmål ved om foretakets erverv av unoterte instrumenter kan reise visse kapitaldekningsproblemer. Kredittilsynet uttaler bl.a.:

«Kredittilsynet er langt på vei enig i de vurderinger som gjøres. Kredittilsynet kan likevel ikke se det tilsynsmessige behovet for at verdipapirforetak skal underlegges den rapporteringsplikten som foreslås i utk. vphl. § 10-4 annet ledd. Det forutsettes at verdipapirforetaket til enhver tid er i stand til å gi slik rapport dersom Kredittilsynet ber om dette.

Kredittilsynet reiser spørsmålet om erverv av unoterte finansielle instrumenter kan være problematisk i forhold til reglene om beregning av kapitaldekning. Dette spørsmålet strekker seg videre inn i gjeldene vphl. § 8-3 tredje ledd nr. 1 og som videreføres i utk. vphl. § 10-2 tredje ledd nr. 1; hvordan beregnes kapitaldekning i forhold til en andel i for eksempel et ansvarlig selskap med ubegrenset ansvar. Etter Kredittilsynets vurdering bør det vurderes om ikke det bør være et forbud mot at verdipapirforetak eier andeler der tapspotensialet i prinsippet er ubegrenset. Det vises bl.a. til at det i forretningsbankloven § 19 annet ledd i praksis ikke er adgang for banken å delta i selskaper med ubegrenset ansvar. Sparebankloven § 24 må vel

også i praksis innebære et tilsvarende forbud, jf. forutsetningsvis tredje ledd nr. 3 («part i skip»).

Ingen av de øvrige høringsinstansene har merknader til utvalgets forslag.

Departementets vurdering

Egenhandelsbestemmelsene i vphl. § 8-5 og § 9-3 inneholder viktige bestemmelser for å unngå interessekonflikter mellom verdipapirforetakene og deres kunder, når verdipapirforetak driver med handel i finansielle instrumenter for egen regning.

Utvalget foreslår en mindre endring i vphl. § 8-5, mens det ikke foreslås noen endringer i reglene om god forretningsskikk vphl. § 9-3. Etter departementets vurdering er det imidlertid behov for å vurdere nærmere om disse reglene bør videreføres i den nye loven. Dette skyldes de mange og detaljerte EØS-regler som også regulerer forhold knyttet til foretakenes egenhandel. I så måte er situasjonen her den motsatte enn tilfellet er for de ansattes egenhandel (hvor EØS-reglene er generelle i forhold til de mer detaljerte norske reglene), ved at EØS-reglene om foretakenes egenhandel gjennomgående er mer detaljerte enn de norske reglene.

Det følger av vphl. § 8-5 første ledd at foretakene bare kan foreta egenhandel i to situasjoner: ved handel som skjer i tilknytning til investerings-tjenestevirksomhet eller ved handel som skjer i tilknytning til foretakets alminnelige kapitalforvaltning. Ved sistnevnte form for handel gjelder særlige begrensninger i foretakets adgang til å handle i unoterte instrumenter. I tillegg får de særskilte reglene om god forretningsskikk i § 9-3 anvendelse ved slik handel. Etter departementets syn er den vesentligste funksjon med bestemmelsen i vphl. § 8-5 første ledd å skille mellom de tilfeller de særskilte reglene om god forretningsskikk skal gjelde (ved foretakets kapitalforvaltning), og de tilfeller de ikke skal gjelde (ved ytelse av investeringstjenester). Bestemmelsen i seg selv kan neppe sies å utgjøre en vesentlig materiell skranke i foretakenes egenhandel. Både MiFID og gjennomføringsdirektivet inneholder imidlertid en rekke bestemmelser som innebærer tilsvarende regler som vphl. § 9-3 (se nedenfor), men disse reglene synes ikke å skille mellom de ulike former for egenhandel foretaket driver. Det vises til nærmere omtale av disse reglene nedenfor. Det vil således neppe være i samsvar med direktivet å forbeholde reglene om god forretningsskikk ved egenhandel til de situasjoner foretaket handler som ledd i sin alminnelige kapitalforvaltning.

Departementet ser derfor ikke behov for å opprettholde dette skillet i loven, jf. gjeldende vphl. § 8-5 første ledd. Når det gjelder restriksjonene på egenhandel i unoterte instrumenter i bestemmelsens annet og tredje ledd, vises til at det sentrale hensynet bak disse reglene er å forhindre at det kan stilles spørsmål ved den kurs foretaket handler på, i forhold til den kurs kundeordre utføres på, jf. nærmere omtale i Ot.prp. nr. 15 (1995-96 s. 48). Det er også på dette området gitt en rekke særskilte bestemmelser i MiFID og gjennomføringsdirektivet, jf. nedenfor om beste utførelse og gjennomføring av handler, hvor det konkluderes med at EØS-reglene på dette området i all hovedsak leder til en betryggende håndtering av potensielle interessekonflikter.

Det sentrale spørsmålet i det følgende er derfor om de særskilte egenhandelsreglene i vphl. § 9-3 bør videreføres (men da gjøres gjeldende for foretakets egenhandel generelt), eller om en bør la EØS-reglene alene få anvendelse.

Utvalget foreslår å videreføre gjeldende bestemmelse i vphl. § 9-3 om god forretningsskikk ved foretakets egenhandel i utkastet § 10-14. Mer presist innebærer denne regelen:

- at foretaket ikke kan foreta egenhandel i finansielle instrumenter det foreligger kundeordre på, dersom kundeordren ikke angir en særskilt kurs (første ledd),
- at foretaket ikke kan tre inn i avtale med kunden dersom foretaket kan oppnå bedre betingelser ved kjøp eller salg i markedet, og at foretaket må opplyse om eventuell inntreden i kundeordre i sluttseddelen (annet ledd), og
- at foretak som bistår en utsteder ved offentlige tilbud mv. ikke kan tildeles verdipapirer dersom slik tildeling medfører avkortning av tildeling til foretakets kunder (tredje ledd).

MiFID og gjennomføringsdirektivet inneholder detaljerte bestemmelser om god forretningsskikk, krav til foretakets ordrebehandling og krav til beste utførelse av ordre. Det er derfor av interesse å vurdere nærmere om våre EØS-forpliktelser i tilstrekkelig grad vil ivareta de forhold gjeldende vphl. § 9-3 regulerer.

MiFID artikkel 19 innebærer at foretaket alltid skal opptre med kundenes interesse for øye, og artikkel 21 gir nærmere regler om hvordan foretaket skal forholde seg for å oppnå beste resultat for kundene («best execution»), jf. også nærmere omtale ovenfor under punkt 7.5. Disse reglene utfylles av detaljerte regler i gjennomføringsdirektivet artikkel 44-46. For det første må foretaket utarbeide rutiner om hvordan plikten til å oppnå

best mulig resultat skal oppfylles overfor ulike kundegrupper. For alminnelige klienter skal alltid pris være den viktigste faktoren. For mer profesjonelle investorer vil etter omstendighetene hurtighet og mulighetene til å få gjennomført store ordre samlet være viktigere faktorer enn pris. Kundene skal skriftlig godkjenne rutinene for ordreførelse. Dersom rutinene åpner for at foretaket selv skal kunne tre inn i handelen, skal kunden skriftlig og eksplisitt godkjenne dette, jf. MiFID artikkel 21 nr. 3. For det andre må foretaket ha tilgang til de markeds plasser mv. som kan sikre beste resultat for de ulike kundegruppene. For det tredje skal foretaket for hver enkelt kundeordre vurdere hvilken markeds plass mv. som vil gi det beste resultatet for kunden, tatt de relevante faktorer for den aktuelle kundegruppen i betraktning. Etter at handelen er sluttført, skal foretaket kunne godtgjøre overfor kunden at foretakets rutiner om ordreførelse er fulgt opp i praksis, jf. MiFID artikkel 21 nr. 5. Foretaket skal årlig evaluere sine rutiner om ordreførelse, jf. gjennomføringsdirektivet artikkel 46. Det fremgår for øvrig av fortalen til gjennomføringsdirektivet at reglene om beste utførelse av kundeordre har særlig betydning i tilfeller hvor kunden ikke har gitt spesifikke instruksjoner, jf. fortalens punkt 67. Det understrekes imidlertid at forpliktelsen etter omstendighetene også gjelder der slike instruksjoner er gitt, jf. fortalen punkt 68. Det fremgår også av fortalen til punkt 69 at reglene om beste resultat ved utførelse av kundeordre får anvendelse på foretakets egenhandel, og det uttales bl.a.:

«Dealing in own account with clients by an investment firm should be considered as the execution of client orders, and therefore subject to the requirements under Directive 2004/39/EC and this Directive and, in particular, those obligations in relation to best execution».

Videre er det gitt detaljerte regler om håndtering av kundeordre i MiFID artikkel 22 og gjennomføringsdirektivet artikkel 47-49, jf. også nærmere omtale ovenfor under punkt 7.6. Artikkel 47 nr. 3 innebærer bl.a. at foretaket ikke kan misbruke informasjon om kundeordre til egen fordel (sk. «frontrunning»). I artikkel 48 og 49 gis detaljerte regler om foretakets adgang til å slå sammen (aggregere) egne ordre med kundeordre. Disse reglene kjennetegnes dels ved materielle regler om at kundens interesser skal gis prioritet, og informasjonskrav overfor kundene dersom slik handel forekommer. Dersom foretaket selv trer inn i kontrakten overfor kunden, skal kunden opp-

lyses om dette, jf. gjennomføringsdirektivet artikkel 40 nr. 4 bokstav o).

Etter departementets vurdering vil de nye EØS-reglene om god forretningsskikk, beste utførelse av kundeordre og håndtering av kundeordre gi et omfattende reguleringsregime for foretakenes egenhandel. Regelverket innebærer ikke et totalforbud mot egenhandel der særskilt kurs ikke er angitt i ordren (slik gjeldende vphl. § 9-3 første ledd gjør), men i stedet angis detaljerte regler om hvordan foretaket skal sikre kundens interesser ved utførelse av ordren, jf. ovenfor. Kunden skal skriftlig orienteres om denne muligheten, og vil kunne kreve dokumentasjon fra foretaket om hvordan kundens interesser ble ivaretatt i henhold til de rutineene om ordreførelse foretaket må fastsette (og hvor det skal fremgå for alminnelige investorer at pris alltid skal være den viktigste faktor). Etter departementets vurdering er det derfor verken hensiktsmessig eller nødvendig å videreføre vphl. § 9-3 første ledd, siden EØS-reglene antas å ville gi en tilfredsstillende investorbeskyttelse på dette punktet.

Reglene i vphl. § 9-3 annet ledd første punktum om at foretaket ikke kan tre inn i avtalen med kunden dersom bedre betingelser kan oppnås i markedet, sier etter departementets vurdering ikke mer enn hovedregelen om beste utførelse i MiFID artikkel 21. Forskjellen består i at MiFID artikkel 21 suppleres av detaljerte regler i gjennomføringsdirektivet om hvordan denne forpliktelsen kan overholdes i praksis. Kravet i vphl. § 9-3 annet ledd annet punktum om at kunden i sluttseddelen skal få vite om foretaket var motpart, tilsvarer kravet i gjennomføringsdirektivet artikkel 40, jf. ovenfor. Etter departementets syn er det derfor ikke nødvendig å videreføre vphl. § 9-3 annet ledd som en egen bestemmelse i norsk rett, siden tilsvarende (om enn mer detaljerte) regler vil følge av gjennomføringsbestemmelsene til MiFID og det utfyllende direktivet.

Gjeldende regel i vphl. § 9-3 tredje ledd innebærer at foretaket har en «vikeplikt» dersom det ved en tildeling i forbindelse med et offentlig tilbud (hvor foretaket er tilrettelegger) etterspørres et større antall verdipapirer enn det som tilbys, og tildeling til foretaket ville innebære en avkortning av tildeling til foretakets kunder. Etter departementets syn vil ovennevnte regler i MiFID og gjennomføringsdirektivet også på dette punktet innebære en forsvarlig regulering av slike situasjoner. Det vises særlig til de alminnelige reglene om interessekonflikter og reglene om beste utførelse av kundeordre. Departementet understreker også at foretakets tildeling til seg selv på bekostning av sine kunder, typisk vil

utgjøre et brudd på det generelle kravet til god forretningsskikk, jf. lovforslaget § 10-11.

På denne bakgrunn legger departementet til grunn at de forhold som reguleres i vphl. § 9-3 langt på vei vil kunne reguleres på en betryggende måte i MiFID og gjennomføringsdirektivet, og i enkelte tilfeller vil gjennomføring av EØS-reglene gi en bedre investorbeskyttelse enn dagens norske bestemmelser gir. Uansett ville det være lite hensiktsmessig å opprettholde bestemmelser om samme forhold som direktivbestemmelsene gjennomfører. En slik «dobbelregulering» av foretakets egenhandel vil kunne reise tvil om rekkevidden av foretakenes forpliktelser, og dette vil være uheldig i de tilfeller EØS-reglene angir mer detaljerte regler enn de norske reglene. På denne bakgrunn foreslår departementet at vphl. § 9-3 ikke videreføres i norsk rett. Det vises for øvrig til at gjennomføringsdirektivets artikkel 4 innebærer at medlemslandene uansett har begrenset adgang til å pålegge ytterligere krav enn de som følger av gjennomføringsdirektivet, jf. generell omtale om dette i punkt 3.3 ovenfor. Departementet legger imidlertid til grunn at Kredittilsynet følger utviklingen på dette området nøye, og at Kredittilsynet i lys av sine tilsynserfaringer kommer tilbake til departementet med konkrete endringsforslag i den grad dette skulle anses nødvendig.

7.12.4 Formidling av lån av finansielle instrumenter

Norsk rett

Utvalget uttaler følgende om verdipapirforetaks formidling av avtaler om lån av finansielle instrumenter (NOU 2006: 3 s. 184):

«Vphl. § 8-8 har regler om verdipapirforetaks formidling av avtaler om lån av finansielle instrumenter. Etter tredje ledd første punktum skal verdipapirforetaks låneavtaler standardiseres. Etter tredje ledd annet punktum skal Kredittilsynet på visse vilkår, godkjenne standardavtaler om lån av finansielle instrumenter. Dersom hensynet til sikker levering tilsier det, kan Kredittilsynet tilbakekalle godkjenning av slike låneavtaler, jf. tredje ledd tredje punktum.»

EØS-rett

Det legges til grunn at MiFID ikke har regler om formidling av lån av finansielle instrumenter.

Utvalgets forslag

Utvalget foreslår at bestemmelsen videreføres, men anser det «lite hensiktsmessig at Kredittilsynet skal godkjenne standardiserte låneavtaler for

finansielle instrumenter». Det foreslås at tredje ledd annet punktum i vphl. § 8-8 oppheves. Adgangen til å trekke godkjenning i tredje punktum foreslås også opphevet.

Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet slutter seg til forslaget, og uttaler bl.a.:

Kredittilsynet slutter seg til utvalgets forslag om å oppheve gjeldende vphl. § 8-8 tredje ledd, 2. og 3. pkt.

Det fremgår av ot.prp. 15 (1995-96) side 54 første spalte at begrunnelsen for bestemmelsene var at:

«Kredittilsynet bør på sin side føre løpende kontroll med utviklingen og bruken av låneordninger, herunder spesielt med hvilken sikkerhet investeringsforetakene stiller for lån og hvilke sikkerhetsrutiner foretakene har for tilbakelevering av de lånte instrumentene. »

Loven gir imidlertid også anvisning på at Kredittilsynet skal godkjenne avtaler der verdipapirforetaket er innlåner, altså hvor det er utlåner som har ansvaret for påse at foretaket stiller betryggende sikkerhet. Godkjenningsordningen har ingen praktisk betydning i slik tilsynsmessig sammenheng. Det vises til at avtalene Kredittilsynet har fått seg forelagt til godkjenning etter gjeldende vphl. § 8-8 tredje ledd andre pkt. ofte er svært omfattende. Avtalene er standardiserte, jf kravet i vphl. § 8-8 tredje ledd, 1. pkt og en del av avtalene bygger gjerne på standarder som f eks OSLA (Overseas Securities Lender's Agreement, utarbeidet av ISLA, International Securities Lending Association). Avtalene forutsetter imidlertid regelmessig tilpasninger til det enkelte forhold. Lovens krav om offentlig godkjenning av avtaler innebærer at Kredittilsynet pålegges et ansvar, hvis innhold og omfang må sies å være uklart. Så lenge loven oppstiller et krav om at slike låneavtaler skal være standardiserte og inneholder krav om sikkerhetsstillelse, synes det imidlertid mest hensiktsmessig at verdipapirforetakene selv har det fulle og hele ansvar også for denne delen av virksomheten. Det pekes på at foretakene dessuten må forholde seg til forskrift av 14. oktober 1996 om marginsikkerhet ved formidling av lån av finansielle instrumenter og utlån av finansielle instrumenter fra verdipapirforetakenes porteføljer. For Kredittilsynet er det sterkt ønskelig at nevnte kontrollbestemmelser oppheves, og Kredittilsynet kan heller ikke se at det er behov for å opprettholde nevnte bestemmelser.»

Norges Fondsmeglerforbund støtter forslaget, men foreslår også ytterligere endringer i bestemmelsen. Det uttales bl.a.:

«NFMF er positive til utvalgets forslag om å fjerne bestemmelsen om at standard låneavtaler for inn- og utlån av verdipapirer skal godkjennes av Kredittilsynet. Videre har NFMF innspill med hensyn til formuleringen av utkastets § 10-6 som lyder som følger:

«Ved formidling av lån av finansielle instrumenter skal verdipapirforetaket påse at det stilles betryggende sikkerhet. Sikkerheten skal minst tilsvare instrumentenes markedsverdi til enhver tid, med tillegg av en marginsikkerhet etter nærmere regler fastsatt av departementet.»

NFMF foreslår at utkastets § 10-6 annet punktum bør fjernes, da bestemmelsen fremstår som unødvendig statisk. Vi mener det finnes alternative måter å stille «betryggende sikkerhet» på enn de lite fleksible krav som oppstilles i annet punktum. Videre er regelen ikke i harmoni med reglene som omhandler verdipapirforetakets tillatelse til å yte kreditt i lovutkastets § 9-6, hvor det ikke oppstilles tilsvarende krav. Vår oppfatning er videre at regelen heller ikke harmoniserer med internasjonale standarder.

Dagens bestemmelse om at også kredittinstitusjoner må kreve minst 100 % sikkerhet for utlån av verdipapirer harmoniserer ikke med det faktum at kredittinstitusjoner på andre områder selv kan vurdere nødvendig sikkerhet. Det å ta kredittrisiko er nettopp kredittinstitusjonenes formål. Kredittinstitusjonenes styring av og kontroll med kredittrisiko fanges opp i annet regelverk og i kapitaldekningsreglene. Det er urimelig og konkurransevridende at norske kredittinstitusjoner skal være underlagt andre krav enn utenlandske kredittinstitusjoner og negativt for markedet. Dette har blitt mye viktigere enn før, da produktet har vokst betydelig i omfang de siste par årene. Departementet bør vurdere om kredittinstitusjoner bør unntas fra § 10-6, slik tilfelle er for kredittgiving, jf lovutkastets § 9-6.»

Advokatforeningen ser ikke behov for «å opprettholde nasjonale regler på disse områdene».

Ingen av de øvrige høringsinstansene har merknader til utvalgets forslag.

Departementets vurdering

Verken MiFID eller gjennomføringsdirektivet synes å inneholde regler om verdipapirforetaks innlån av finansielle instrumenter, og de sikkerheter som må stilles i den anledning.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om å videreføre bestemmelsen, men i likhet med utvalget finner departementet det uhensiktsmessig at Kredittilsynet skal godkjenne standardiserte låneavtaler for finansielle instrumenter. Det vises til utvalgets begrunnelse som departementet slutter seg til. Departementet ønsker ikke nå å vurdere ytterligere endringer av bestemmelsen uten at dette har vært gjenstand for en betryggende utredning og høring, jf. Fondsmeglerforbundets høringsmerknad.

7.12.5 Ytelse av kreditt

Norsk rett

Utvalget uttaler følgende om gjeldende rett (NOU 2006: 3 s. 185):

«Etter vphl. § 8-2 første ledd kan verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjoner bare yte kreditt etter tillatelse fra departementet. Der det er gitt slik tillatelse kan kreditt bare ytes til kjøp av finansielle instrumenter som handles gjennom foretaket.

Foretak med tillatelse til å yte kreditt skal sørge for at det stilles betryggende sikkerhet, jf. § 8-2 annet ledd første punktum. I tillegg skal kreditten tilbakebetales innen én måned etter at den er gitt, jf. annet ledd annet punktum.»

EØS-rett

Utvalget viser til at kredittgivning etter MiFID vedlegg I seksjon B pkt. 2 anses som en tilleggstjeneste etter direktivet. MiFID inneholder imidlertid ingen regler om lengden på kreditten.

Utvalgets forslag

Utvalget foreslår i hovedsak å videreføre gjeldende bestemmelse om kredittgivning, men foreslår å oppheve fristen på tilbakebetaling innen én måned. Det uttales i den sammenheng bl.a. (NOU 2006: 3 s. 185):

«Kravet om at kreditt skal tilbakebetales innen én måned er i Ot.prp. nr. 15 (1995-96) side 56 omtalt som følger:

«...motivet for å tillate kredittgivning må være at kortsiktige kreditt fra verdipapirforetak kan bidra til å effektivisere handelen. For at foretakene ikke skal gå over til å yte langvarig kreditt på linje med finansinstitusjonene, foreslår departementet derfor at kreditten skal nedbetales innen én måned.»

Det var i NOU 1995:1 (Investeringsforetak) ikke foreslått noen regel om kredittens lengde,

jf. forslaget til § 4-2. I høringen var det Norges Bank som fremsatte forslaget om én måneds tilbakebetalingstid.

Yting av kreditt vil være en tilleggstjeneste. Dette betyr at kravet til god forretningsskikk mv. gjelder når verdipapirforetak yter kreditt til sine kunder.

Verdipapirforetak fra andre EØS-land som yter investeringstjenester i Norge, er ikke underlagt verdipapirhandellovens regler om kredittgivning, jf. gjeldende § 7-9. Norske verdipapirforetak som er kredittinstitusjoner, er heller ikke underlagt vphl. § 8-2. Dette betyr at foretak som i utgangspunktet yter de samme tjenestene overfor norske investorer, på dette punktet er underlagt ulik regulering. Når det stilles krav om tillatelse for at verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjoner skal yte kreditt, at kreditt bare kan ytes til kjøp av finansielle instrumenter som handles gjennom foretaket, og at det skal stilles betryggende sikkerhet for tilbakebetalingskravet, tilsier etter utvalgets oppfatning hensynet til norske verdipapirforetaks konkurransesituasjon at kravet om tilbakebetaling innen én måned, oppheves, jf. lovutkastet § 9-6.»

Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet viser til «den potensielt konkurransevidende effekten gjeldende begrensning på en måneds kreditt innebærer», og har på den bakgrunn ingen merknader til utvalgets vurderinger.

Norges Bank slutter seg også til utvalgets forslag, og uttaler:

«Utvalget ønsker å beholde regelen som innebærer at verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjoner bare kan gi kreditt etter tillatelse fra departementet og bare til kjøp av finansielle instrumenter som handles gjennom foretaket. Utvalget ønsker å fjerne grensa på kredittid som i dag er en måned, ettersom den gir en urimelig konkurransevidning mellom norske verdipapirforetak som ikke er banker på den ene sida og verdipapirforetak med hovedsete i andre EØS-land og norske verdipapirforetak som er kredittinstitusjoner på den andre. Norges Bank kan slutte seg til utvalgets vurdering av at grensa kan avskaffes ettersom de øvrige reguleringene det gjøres greie for skulle sikre at denne kredittgivningen skjer innen betryggende former.»

Norges Fondsmeglerforbund slutter seg til utvalgets forslag, og uttaler:

«NFMF er positiv til forslaget om å fjerne kredittperioden på maks 1 måned som finnes i dagens vphl § 8-2. Dagens bestemmelse fører til ulike konkurranseforhold mellom banker og

selvstendige verdipapirforetak, og mellom norske og utenlandske verdipapirforetak.

Kredittkjøp gir mulighet til økt gevinst, men også mulighet for økt tap. Restriksjoner på kredittidens lengde, påvirker ikke denne situasjonen. Kredittene kan som kjent rulleres. Videre kan kunden gjennom bruk av derivatinstrumenter på tilsvarende måte som ved kredittgivning øke eksponeringen på sin portefølje uten at det finnes noen tidsbegrensning tilsvarende reglene for kredittgivning. Verdipapirforetaket vil etter de nye reglene bli pålagt en veiledningsplikt ovenfor kunden med hensyn til den risiko som er forbundet med investeringer i finansielle instrumenter, jf lovutkastets § 10-13 (3) nr. 2. Det vil således være verdipapirforetakenes plikt til å informere ikke-profesjonelle kunder om økt risiko ved økt eksponering, og dette er også et argument for å oppheve restriksjonen på kredittlengden.»

Fondsmeglerforbundet mener for øvrig det er grunn til å utvide anvendelsesområdet for når et verdipapirforetak har tillatelse til å yte kreditt, slik at det også bør kunne ytes kreditt ved tegning i emisjoner.

Advokatforeningen gir uttrykk for tilsvarende synspunkter, og uttaler:

«Hva spesielt angår kredittgivning, støtter vi opphevelsen av kravet om tilbakebetaling innen 30 dager. Her vil vi også bemerke at rammen for kreditt bør utvides til kredittgivning generelt i forbindelse med «investeringstjenester som ytes gjennom foretaket». Dette vil bl.a. være praktisk ved tegning av finansielle instrumenter. Tegning dekkes etter vårt syn allerede under dagens bestemmelse ramme for «kjøp gjennom foretaket», men dette bør også fremgå av en mer omfattende lovtekst. Også kreditt ved sikkerhetsstillelse vil da omfattes, motsatt § 10-7. Vårt prinsipielle poeng er at norske verdipapirforetak her ikke bør ha mindre handlefrihet enn sine europeiske konkurrenter.

Nordic Association for Electricity Traders (NAET) støtter utvalgets forslag, men gir uttrykk for at reglene burde liberaliseres ytterligere. Det uttales bl.a.:

«Utvalget foreslår i kapittel 10 en viss liberalisering av særnorske bestemmelser, bl.a. hva angår reglene for lån av finansielle instrumenter (ny § 10-6) og kredittgivning (ny § 9-6). Etter vårt syn er det ikke grunn til å opprettholde nasjonale regler på disse områdene. Hva spesielt angår kredittgivning, støtter vi opphevelsen av kravet om tilbakebetaling innen 30 dager. Vi vil bemerke at rammen for kreditt bør utvides til kredittgivning i forbindelse med alle

«investeringstjenester som ytes gjennom foretaket». Også kreditt ved sikkerhetsstillelse vil da omfattes, motsatt § 10-7. Vårt prinsipielle poeng er at norske verdipapirforetak her ikke bør ha mindre handlefrihet enn sine europeiske konkurrenter.»

Ingen av de øvrige høringsinstansene har merknader til utvalgets forslag.

Departementets vurdering

Generelt vil departementet bemerke at kredittgivning er en tilleggstjeneste under MiFID, noe som innebærer at de harmoniseringskrav som etter omstendighetene kan gjelde for investeringstjenester, ikke gjelder. Nasjonale myndigheter må imidlertid overholde de generelle reguleringsprinsipper som følger av EØS-avtalens hoveddel, herunder læren om allmenne hensyn.

Når det gjelder spørsmålet om å oppheve restriksjonene på kredittidens lengde, slutter departementet seg til utvalgets forslag og begrunnelse. Det foreslås således å oppheve restriksjonen på kredittidens lengde (30 dager), jf. lovforslaget § 9-6.

7.12.6 Motregning

Norsk rett

Utvalget beskriver gjeldende regler i verdipapirhandelloven kapittel 10 om motregning slik (NOU 2006: 3 s. 184-185):

«Vphl. kapittel 10 inneholder særregler om motregningsavtaler (avregningsavtaler) i konkurs knyttet til enkelte finansielle instrumenter.

Etter vphl. § 10-1 første punktum gjelder kapittelet for varederivater, fremtidige renteavtaler (FRA), rente- og valutaopsjoner, rente- og valutaterminer, rente- og valutabytteavtaler, og avtaler om handel med valuta. Ifølge vphl. § 10-1 annet punktum kan departementet bestemme at reglene i kapittelet også skal gjelde avtaler om andre finansielle instrumenter.

Det følger av vphl. § 10-2 at skriftlig avtale mellom to parter om at partenes forpliktelser etter avtaler som nevnt i § 10-1 skal motregnes til markedskurs løpende eller ved mislighold, kan gjøres gjeldende uten hinder av dekningsloven §§ 7-3 og 8-1. Dette benevnes ofte «netting».

Etter vphl. § 10-3 kan sikkerhet for avtaler som nevnt i § 10-1, som er stilt overfor en oppgjørssentral i samsvar med de regler som gjelder for sentralen, ikke omstøtes etter dekningsloven § 5.»

EØS-rett

MiFID inneholder ingen relevante regler om motregning.

Utvalgets forslag

Utvalget foreslår å utvide virkeområdet til kapittel 10 til å omfatte enkelte nye typer derivater som vil omfattes av loven som følge av MiFID, og uttaler bl.a. (NOU 2006: 3 s. 185):

«Etter utvalgets syn kan det reises spørsmål om virkeområdet for reglene som gir motregningsadgang i enkelte finansielle instrumenter i vphl. § 10-1 er avgrenset på en fornuftig måte. Utvalget viser blant annet til at «verdipapirderivater» (gjenkjøpsavtaler på omsettelige verdipapirer (for eksempel repo-avtaler/gjenkjøpsavtaler på rentebærende verdipapirer som kan gjøres ved en spotforretning og en terminforretning), opsjoner/terminer på obligasjoner (for eksempel obligasjonsfutures), aksjer og indekser og eventuelt bytteavtaler) faller utenfor vphl. § 10-1. Utvalget viser samtidig til at det for finansielle forpliktelser som omfattes av lov om finansiell sikkerhetsstillelse § 6 (avtaler om finansiell sikkerhetsstillelse) kan avtales sluttavregning som kan gjøres gjeldende uten hinder av dekningsloven §§ 7-3 og 8-1 eller gjeldsbrevloven § 26. Lov om finansiell sikkerhetsstillelse har således avhjulpet situasjonen noe. Etter utvalgets oppfatning kan det generelt sett være behov for å revurdere virkeområdet for motregningsadgangen i gjeldende vphl. kapittel 10. Utvalget har imidlertid ikke drøftet dette spørsmålet i sin bredde, men har valgt å avgrense vurderingen her til å foreslå justeringer i bestemmelsen som følge av at gjennomføring av MiFID medfører endringer i definisjonen av finansielle instrumenter, jf. omtale i pkt. 2.5 ovenfor.

Utvalget foreslår at motregningsadgangen i gjeldende vphl. kapittel 10 utvides til å omfatte kredittderivater og derivater nevnt i lovutkastet § 2-2 femte ledd nr. 5, jf. lovutkastet § 14-1. Hensynene bak reglene i dagens kapittel 10 gjør seg også gjeldende i forhold til de nye derivatypene. Dessuten taler retts tekniske hensyn imot å måtte trekke et skille i relasjon til motregningsreglene mellom varederivater og derivater nevnt i lovutkastet § 2-2 femte ledd nr. 5.»

Høringsinstansenes merknader

Norges Bank slutter seg til utvalgets forslag, men reiser spørsmål ved om det ikke bør åpnes for motregningsadgang for «verdipapirderivater» også. Det uttales i den sammenheng:

«Utvalget påpeker at virkeområdet for verdipapirhandellovens regler om motregning kan vurderes, og foreslår en utvidelse i samsvar med endringene i definisjonen av finansielle instrumenter som er en følge av direktivets endringer. Norges Bank støtter denne utvidelsen som en minimumsløsning og vil understreke påpekningen av at hensynene bak dagens regler fullt ut er gjeldende også for disse derivatypene. Videre mener Norges Bank at en bør vurdere å utvide bestemmelsene om motregning til å omfatte verdipapirderivater. Det er neppe grunn til å anta at behovet for og fordelene med motregningsadgang stiller seg annerledes for verdipapirderivatene enn for andre derivater som foreslås omfattet av § 14-1 første ledd.»

Næringslivets Hovedorganisasjon (NHO) gir uttrykk for tilsvarende synspunkter.

Nord Pool ASA tar til orde for at motregningsadgangen utvides ytterligere i forhold til utvalgets forslag, og uttaler bl.a.:

«Det er etter Nord Pools oppfatning grunn til å utvide nettingbestemmelsene i kapittel 14 til å omfatte alle transaksjoner som gjelder finansielle instrumenter og transaksjoner knyttet til underliggende instrumenter til derivater (jf. definisjonene av underliggende instrumenter i MiFiD Annex Section C (4) til (10)).

Nettingadgang har stor betydning for banker, verdipapirforetak og oppgjørssentraler, og vil kunne få betydning også for andre foretak i markedene. Banker, verdipapirforetak og oppgjørssentraler har anledning til å etablere mekanismer for sluttavregning («close out netting») som en del av avtaler om finansiell sikkerhetsstillelse med hjemmel i lov om finansiell sikkerhetsstillelse, men kun ovenfor motparter som ikke er fysiske personer, og rekkevidden er avgrenset til å gjelde «finansielle instrumenter». Mange derivatkontrakter vil kunne heves og sluttavregnes ved motpartens insolvens også etter de alminnelige konkursrettslige regler, på grunn av avtalenes art (kreditlementet). Dette vil derimot ikke gjelde for spothandel knyttet til kraft, kvoter og grønne sertifikater, som jo omsettes på Nord Pool markedene.

Nord Pool Clearing foretar i dag clearing av varederivater som er å anse som finansielle instrumenter i forhold til forslaget, og av spothandel i kvoter og grønne sertifikater, som ikke vil være å regne som finansielle instrumenter. Vi er av den oppfatning at det bør være adgang til å foreta sluttavregning for hele porteføljen inkludert transaksjoner i underliggende instrumenter, i tilfelle motparten blir insolvent,

og at dette også bør gjelde overfor norske motparter.

Vi vil derfor anbefale Finansdepartementet å foreslå en utvidelse av nedslagsfeltet for reglene om netting til å omfatte alle «transaksjoner vedrørende finansielle instrumenter og underliggende instrumenter til finansielle instrumenter».

Nordic Association for Electricity Traders (NAET) mener også at motregningsadgangen bør utvides ytterligere, og uttaler bl.a.:

«Det er etter NAETs oppfatning grunn til å utvide nettingbestemmelsene i kapittel 14 til å omfatte alle transaksjoner som gjelder finansielle instrumenter samt transaksjoner knyttet til underliggende instrumenter til derivater.

Dette har betydning for banker, verdipapirforetak og oppgjørssentraler, og vil kunne få betydning også for foretak i energibransjen. Banker, verdipapirforetak og oppgjørssentraler har anledning til å etablere nettingavtaler som en del av avtaler om finansiell sikkerhetsstillelse etter lov om finansiell sikkerhetsstillelse, men denne loven er begrenset til kunder som ikke er fysiske personer, og rekkevidden for denne loven er avgrenset til å gjelde «finansielle instrumenter». Mange derivatkontrakter vil kunne heves og sluttavregnes ved insolvens også etter de alminnelige konkursrettslige regler, på grunn av avtalenes art (kredittelementet), mens dette ikke nødvendigvis vil gjelde for transaksjoner i andre finansielle instrumenter (herunder spothandel og terminhandel med fysisk oppgjør så langt dette ikke kvalifiserer som finansielle instrumenter) samt handel med underliggende instrumenter til derivater.

Konsekvensen kan bli at eksempelvis verdiforetak ikke kan foreta en full «sluttavregning» av alle transaksjoner med en privatkunde i tilfelle mislighold. Den umiddelbare konsekvens er at foretakene dermed heller ikke kan legge til grunn full nettoavregning for kapitaldekningsformål. Dette betyr at kundene belastes en større egenkapitaldekning, hvilket vil kunne øke kostnaden for kundene, og eventuelt må avkreves høyere sikkerheter. Dette er en ulempe utenlandske verdipapirforetak kan unngå dersom regimene for netting er bedre utviklet i deres hjemland, hvilket er vår erfaring at de gjennomgående er.

For store aktører i handelen med varer og varederivater er det av særlig stor betydning at man kan foreta en sluttavregning av alle relevante kontrakter med kunder og motparter, herunder kontrakter som gjelder fysisk levering, ut fra et fullt «porteføljeprinsipp».

Norske aktører i den internasjonale vare- og varederivathandelen vil erfaringsmessig med internasjonale motparter både handle standardiserte derivater (som er å regne som finansielle instrumenter) og forta handler med underliggende råvarer og benytte instrumenter som ikke alltid vil kvalifisere som finansielle instrumenter etter MiFIDs definisjoner. Dersom det her hersker tvil om adgangen til å foreta «close out netting» for hele porteføljen mot norske aktører i en insolvenssituasjon, blir effekten at det oppstår økte kostnader for norske aktører, ettersom et nettoprinsipp heller ikke kan anvendes for beregning av «limits» og sikkerhetskrav mot den norske motpart og kapitalkravet for motparten knyttet til dette.

Den mulige konsekvensen er også at derivathandelen organiseres av aktører etablert utenfor Norge, i regi av datterselskaper i andre europeiske land som har nettingregler bedre tilpasset den internasjonale handelen med råvarer og derivater. Vi kan ikke forstå at dette er en «utflytting» norske myndigheter ønsker å oppmuntre til.

NAET er av den oppfatning at den begrensede rammen for netting etter vphl. kan representere en svekkelse av konkurransekraften for norske verdipapirforetak, banker og oppgjørssentraler i et stadig tøffere internasjonalt marked. NAET vil derfor anbefale Finansdepartementet å foreslå en utvidelse av nedslagsfeltet for reglene om netting til å omfatte alle «transaksjoner vedrørende finansielle instrumenter og underliggende instrumenter til finansielle instrumenter», slik at det kan foretas close out netting av alle typer transaksjoner i finansielle instrumenter og transaksjoner i underliggende varer og andre underliggende instrumenter.»

Tilsvarende argumenter anføres av *Advokatforeningen*, som uttaler:

«Det er grunn til å utvide nettingbestemmelsene i kapittel 14 til å omfatte alle transaksjoner som gjelder finansielle instrumenter, og i det minste alle derivater. Dette har særlig betydning for banker, verdipapirforetak og oppgjørssentraler. Disse aktørene har anledning til å etablere nettingavtaler som en del av avtaler om finansiell sikkerhetsstillelse etter lov om finansiell sikkerhetsstillelse, men denne loven er begrenset til å gjelde kunder som ikke er fysiske personer.

De fleste derivatkontrakter vil uansett kvalifisere til heving og sluttavregning ved insolvens etter de alminnelige konkursrettslige regler, på grunn av avtalenes art (kredittelementet), mens dette ikke nødvendigvis vil gjelde for andre transaksjoner i finansielle

instrumenter, herunder spot handel, obligasjoner og OTC terminer med fysisk oppgjør som ikke kvalifiserer som finansielle instrumenter.

Konsekvensen kan bli at eksempelvis verdiforetak ikke kan forvente å kunne foreta «sluttavregning» av alle transaksjoner med sine privatkunder i tilfelle mislighold. Den umiddelbare konsekvens er at de dermed heller ikke kan legge til grunn full nettoavregning for kapitaldekningsformål. Dette betyr at kundene må belastes en større egenkapitaldekning, hvilket vil kunne øke kostnaden for kunden.

Vi er av den oppfatning at dette kan representere en svekkelse av konkurransekraften for norske verdipapirforetak, banker og oppgjørssentraler i et stadig tøffere internasjonalt marked.

Vi vil derfor sterkt anbefale Finansdepartementet å foreslå en utvidelse av nedslagsfeltet for reglene om netting til å minst omfatte alle «transaksjoner vedrørende finansielle instrumenter», i tråd med det som er den vanlige modell i andre europeiske land.»

Ingen av de øvrige høringsinstansene har merknader til utvalgets forslag.

Departementets vurdering

Generelt vil departementet bemerke at bestemmelser om motregning etter reglene i verdipapirhandelloven kapittel 10 innebærer at kredittrisikoen for én gruppe kreditorer reduseres på bekostning av en annen gruppe kreditorer. Etter departementets syn bør det derfor foreligge særlige grunner for å gi et slikt vern for en kreditorgruppe i konkurs, jf også tilsvarende i Ot.prp. nr. 53 (2000-2001) punkt 9.3.

Departementet slutter seg imidlertid til utvalgets forslag om å utvide virkeområdet til kapittel 10 til de nye typer derivater som nå vil omfattes av verdipapirhandelloven. Det vises til utvalgets begrunnelse som departementet slutter seg til.

I likhet med utvalget, finner ikke departementet det hensiktsmessig å gå inn på spørsmålet om det bør foretas ytterligere utvidelser i motregningsadgangen etter lovens kapittel 10.

7.12.7 Enkelte andre spørsmål

Innledning

Etter departementets vurdering kan det være hensiktsmessig å gå gjennom enkelte andre bestemmelser i verdipapirhandelloven, hvor det vil kunne tenkes at det oppstår spørsmål om forholdet til våre EØS-forpliktelser slik de fremstår etter at de også omfatter MiFID og de utfyllende rettsaktene. Fremstillingen tar ikke sikte på å være uttømmende. Enkelte av disse problemstillingene hen-

ger sammen med spørsmålet om hvilke norske bestemmelser som skal kunne gjøres gjeldende overfor filialer av foretak fra andre EØS-land. Før det spørsmålet kan besvares på en fornuftig måte, er det nødvendig å ta stilling til om de aktuelle reglene kan opprettholdes i norsk rett. Det vises i den anledning til generell omtale av vårt handlingsrom i kapittel 3.

Opplysningskrav ved salg av sammensatte produkter

I Kredittilsynets forskrift 25. september 2006 om opplysningsplikt ved tilbud om kjøp av sammensatte produkter ble det fastsatt nærmere informasjonskrav som har til formål å gi forbrukere bedre opplysninger om avkastningen, den reelle risiko og kostnadene ved sammensatte produkter. Forskriften ble gitt med hjemmel i finansieringsvirksomhetsloven, og gjelder for finansinstitusjoner. I rundskriv 15/2006 del I, fastsatt samme dato, gis det nærmere retningslinjer for verdipapirforetakenes informasjonskrav mv. ved salg av sammensatte produkter. Innholdet i rundskrivets del I tilsvarer forskriften som gjelder for banker og finansieringsforetak. Rundskrivets del II gjelder for både verdipapirforetak og finansinstitusjoner, og inneholder nærmere retningslinjer for rådgivningsvirksomhet og informasjon som må gis ved salg av sammensatte produkter.

Etter departementets syn bør verdipapirforetakenes plikter ved salg av bl.a. sammensatte produkter også fremgå av forskrift, og ikke bare ved retningslinjer. Etter departementets vurdering vil lovforslagets § 10-11 tolvte ledd gi en tilstrekkelig lovhjemmel til å fastsette nærmere regler om dette.

Etter departementets syn er det imidlertid nødvendig å vurdere den nærmere utformingen av en slik forskrift i lys av MiFIDs og gjennomføringsdirektivets bestemmelser. I en slik vurdering er det også relevant å vurdere behovet for særregler for sammensatte produkter i lys av de nye, generelle krav til opplysningsplikten som følger av MiFID og gjennomføringsdirektivet. Disse reglene gjelder uavhengig av hvilke finansielle instrumenter det gis råd om. Dersom en for eksempel sammenligner gjennomføringsdirektivets bestemmelser om generelle informasjonskrav (artikkel 27), informasjonskrav om de finansielle instrumentene (artikkel 31) og informasjonskrav om kostnader (artikkel 33) med tilsvarende bestemmelser i rundskrivets del I og gjeldende forskrift om sammensatte produkter som gjelder for finansinstitusjoner, synes gjennomføringsdirektivets bestemmelser å

gå like langt eller lenger i retning av å beskytte investor enn rundskrivets del I og forskriften om sammensatte produkter. Etter departementets vurdering vil det i slike tilfeller være naturlig å legge MiFIDs bestemmelser til grunn ved utarbeidelse av regler for verdipapirforetak. På andre områder kan det være aktuelt å innføre regler som går lenger enn gjennomføringsdirektivets bestemmelser. Det vises for eksempel til de retningslinjer som følger av rundskrivets del II (som gjelder både finansinstitusjoner og verdipapirforetak), hvor det angis nærmere krav til dokumentasjon av de råd som gis. Etter departementets vurdering kan det være aktuelt å vurdere å innta slike krav i forskrifts form. Det vises bl.a. til at investor vil kunne ha et særlig behov for å kunne dokumentere hvilket råd som ble gitt, særlig i lys av at dokumentasjonsbehovet vil kunne oppstå mange år etter at rådet ble gitt. I så fall vil et slikt krav gå lenger enn gjennomføringsdirektivets krav (hvor det ikke kreves dokumentasjon), og dermed kreve notifikasjon etter direktivets artikkel 4. Departementet legger imidlertid til grunn at slike eventuelle tiltak vil ivareta forbrukerinteresser, og for øvrig oppfylle vilkårene i direktivets artikkel 4. Dette er imidlertid forhold som vil kunne vurderes nærmere i tilknytning til utarbeidelsen av en eventuell forskrift. Etter departementets vurdering vil forskriftshjemmelen i lovforslaget § 10-11 trettende ledd også gi hjemmel til å fastsette eventuelle dokumentasjonskrav, men for ordens skyld foreslås det å presisere dette i bestemmelsen.

I tilknytning til vurderingen av behovet for, og eventuelt utformingen av en slik forskrift for verdipapirforetak, vil det også være naturlig å foreta en nærmere vurdering av forholdet til forskriften om sammensatte produkter som gjelder for finansinstitusjoner. Det vises i den anledning til at et stort antall finansinstitusjoner som i dag ikke driver konsesjonspliktig investeringstjenestevirksomhet, vil omfattes av verdipapirhandelloven når investeringsrådgivning blir en konsesjonspliktig tjeneste. Slike foretak vil da omfattes av verdipapirhandellovens bestemmelser, herunder eventuelle regler om salg av sammensatte produkter som også er basert på MiFID og gjennomføringsdirektivet.

Lydopptak

Det følger av gjeldende vphl. § 9-7 annet ledd, at verdipapirforetak i forskrift kan pålegges å foreta lydopptak i tilknytning til yting av investeringstjenester og tilknyttede tjenester, samt oppbevare slike opptak. Nærmere regler om slike lydopptak er gitt av Finansdepartementet i forskrift 7. novem-

ber 2003 nr. 1322. Utvalget foreslår å videreføre lovbestemmelsen om lydopptak.

Etter MiFID artikkel 13 nr. 6 plikter verdipapirforetak å sørge for «records to be kept of all services and transactions undertaken by it which shall be sufficient to enable the competent authority to monitor compliance with the requirements under this Directive, and in particular to ascertain that the investment firm has complied with all the obligations with respect to clients or potential clients». Det er gitt utfyllende regler i gjennomføringsforordningen artikkel 7 og 8, hvor det gis detaljerte regler om hvilke opplysninger som skal oppbevares om klientordre (artikkel 7) og hvilke opplysninger som skal oppbevares om transaksjoner (artikkel 8). Forordninger må gjennomføres ordrett i norsk rett. Verken rammedirektivet eller gjennomføringsforordningen inneholder regler om lydopptak. Det følger imidlertid av gjennomføringsdirektivet artikkel 51 nr. 4 at medlemsstatene kan videreføre nasjonale regler om lydopptak mv. under MiFID.

I lys av dette må det være klart at vphl. § 9-6 annet ledd med tilhørende forskrift kan videreføres i norsk rett. Det vises for øvrig til at det sentrale formålet bak den norske bestemmelsen om lydopptak er generell markedsovervåkning, jf. nærmere omtale i Ot.prp. nr. 68 (2002-2003). Dette er forhold som faller utenfor MiFIDs virkeområde. Departementet slutter seg derfor til utvalgets forslag om å videreføre bestemmelsen, jf. lovforslaget § 10-17. Når det gjelder spørsmålet om regelen skal gjøres gjeldende for foretak fra andre EØS-land, vises til nærmere drøftelse i punkt 8.1.5.

Udekket shortsalg

Utvalget foreslår å videreføre gjeldende vphl. § 8-7 i utkastet § 10-5. Bestemmelsen innebærer at verdipapirforetak bare kan formidle og utføre ordre om salg av finansielle instrumenter Kunden ikke eier, dersom kunden har tilgang til de finansielle instrumentene og foretaket er sikret rettidig levering på avtaletidspunktet. Regelen er bl.a. begrunnet i at foretaket ikke skal utsettes for den oppgjørssisiko som ligger i å formidle et salg der kunden ikke har tilgang på de underliggende instrumentene, jf. Ot.prp. nr. 15 (1995-96) s. 53. Slike forhold faller utenfor MiFIDs virkeområde, og det anses uproblematisk å videreføre regelen i norsk rett. Det vises til lovforslaget § 10-4, som i tillegg viderefører gjeldende § 8-5 fjerde ledd om salg av finansielle instrumenter verdipapirforetaket ikke eier.

Verdipapirforetaks handel med derivater

Utvalget foreslår å videreføre gjeldende § 9-5 med enkelte tekniske justeringer i utkastet § 10-7. Bestemmelsen innebærer at verdipapirforetak ved formidling av og handel i derivater, skal sørge for at det stilles betryggende sikkerhet. Ved handel som foretas under medvirkning av en oppgjørssentral, skal foretaket påse at kunden stiller minst den samme sikkerhet som den oppgjørssentralen krever, jf. nærmere omtale i Ot.prp. nr. 29 (1996-97) punkt 11.2.4. Slike forhold faller utenfor MiFIDs virkeområde, og det anses uproblematisk å videreføre regelen i norsk rett. Det vises til lovforslaget § 10-6.

Handel i finansielle instrumenter som er registrert i et verdipapirregister

Utvalget foreslår å videreføre gjeldende § 9-6 med enkelte tekniske justeringer i utkastet § 10-8. Bestemmelsen innebærer at verdipapirforetak skal registrere handler med finansielle instrumenter i et verdipapirregister samme dag som avtale inngås. Regelen er bl.a. begrunnet i at rask registrering i et verdipapirregister er av stor betydning for ivaretagelse av både rettsvernsmessige og kontrollmessige hensyn, jf. tilsvarende i Ot.prp. nr. 15 (1995-96) s. 60. Slike forhold faller utenfor MiFIDs virkeområde, og det anses uproblematisk å videreføre regelen i norsk rett. Det vises til lovforslaget § 10-7.

Handel i suspenderte finansielle instrumenter og clearingplikt

Utvalget foreslår å videreføre gjeldende § 9-4 annet og tredje ledd med enkelte tekniske justeringer i utkastet § 10-9. Bestemmelsen innebærer at verdipapirforetak som hovedregel ikke kan utføre investeringstjenester i instrumenter som er suspendert fra notering på regulert marked. Regelen er særlig begrunnet i at foretaket ikke skal utføre investeringstjenester i instrumenter hvor kursfastsettelsen er svært usikker, jf. Ot.prp. nr. 15 (1995-96) s. 61. Departementet viser til at gjennomføringsdirektivet inneholder detaljerte krav til «best execution», noe som reduserer behovet for en særregel om dette i norsk rett. Departementet foreslår derfor å oppheve bestemmelsen. Vphl. § 9-4 tredje ledd innebærer at verdipapirforetaks handel i noterte derivater, skal foretas under medvirkning av en oppgjørssentral. Formålet med bestemmelsen er å sikre partene mot kreditt- og oppgjørssisiko, og å legge til rette for en praktisk avvikling av derivathandelen, jf. omtale i Ot.prp. nr. 29 (1996-97) punkt 11.2.3. Slike forhold faller utenfor MiFIDs virkeområde, og det anses uproblematisk

å videreføre regelen i norsk rett. Det vises til lovforslaget § 10-8.

Taushetsplikt for verdipapirforetak og dets ansatte

Utvalget foreslår å videreføre gjeldende § 9-8 i utkastet § 10-10. Bestemmelsen pålegger ansatte mv. i verdipapirforetak taushetsplikt om det de får kjennskap til om andres forhold. MiFID inneholder ikke eksplisitte regler om taushetsplikt, men det følger forutsetningsvis av gjennomføringsdirektivet artikkel 5 nr. 2 at foretaket må ha systemer og rutiner som bl.a. skal sørge for at taushetspliktsbestemmelser kan overholdes. Det anses derfor uproblematisk å videreføre regelen i norsk rett. Det vises til lovforslaget § 10-9.

Verdipapirforetaks forretningsvilkår

Utvalget foreslår å videreføre gjeldende § 11-2 i utkastet § 10-11. Bestemmelsen fastsetter nærmere krav til verdipapirforetaks forretningsvilkår. Vilkårene skal bl.a. angi i hvilken form oppdrag kan gis og informasjon om foretakets godtgjørelse. Slike vilkår skal forelegges kunden ved etablering av forretningsforhold. Gjennomføringsdirektivet artikkel 29-33 inneholder også detaljerte krav om informasjon foretaket plikter å gi til klienter og potensielle klienter, som på viktige punkter overlapper med de krav som følger av vphl. § 11-2. Plikten til å angi i hvilken form oppdraget skal gis (vphl. § 11-2 første ledd nr. 1), synes for eksempel ikke å si noe mer enn det som følger av gjennomføringsdirektivets artikkel 30 nr. 1 bokstav c). Videre innebærer ikke bestemmelsen i vphl. § 11-2 første ledd nr. 4 om foretakets godtgjørelse, noe mer enn bestemmelsen om godtgjørelse i gjennomføringsdirektivet art 33. Gjennomgående synes MiFIDs og gjennomføringsdirektivets informasjonskrav å gå vesentlig lenger enn de tilsvarende norske reglene i vphl. § 11-2. Etter departementets syn er det derfor ikke nødvendig å videreføre denne bestemmelsen i norsk rett. Det er heller ikke hensiktsmessig, da en slik regel som overlapper med mer detaljerte regler (som gjennomfører EØS-reglene) vil kunne skape usikkerhet om hvordan foretakene skal forholde seg. Det vises for øvrig til at gjennomføringsdirektivets artikkel 4 innebærer at medlemslandene uansett har begrenset adgang til å pålegge ytterligere krav enn de som følger av gjennomføringsdirektivet, jf. generell omtale om dette i punkt 3.3 ovenfor.

Innbyrdes forretninger

Utvalget foreslår å videreføre gjeldende § 11-3 i utkastet § 10-17. Bestemmelsen innebærer at ver-

dipapirforetak som mottar oppdrag om kjøp og salg av samme finansielle instrument, kan utføre oppdraget ved at foretaket selv foretar avtaleslutningen på vegne av oppdragsgiverne. Det settes som vilkår at foretaket ivaretar «begge oppdragsgiveres tarv med samme omhu, og fastsetter prisen på de finansielle instrumentene på grunnlag av børskurs eller, dersom børskurs ikke foreligger, en kurs som etter markedets stilling er rimelig.» Denne reglen gir etter departementets syn anvisning på hvordan beste utførelse av kundeordre skal sikres i en gitt situasjon. MiFID artikkel 21 og gjennomføringsdirektivet artikkel 44-46 gir vesentlig mer omfattende og detaljerte regler om beste

utførelse av kundeordre, jf. nærmere omtale av disse reglene under punkt 7.12.2 (om foretakets egenhandel) og punkt 7.5. Etter departementets syn er det derfor ikke nødvendig å videreføre denne bestemmelsen i norsk rett. Det er heller ikke hensiktsmessig, da en slik regel som overlapper med mer detaljerte regler (som gjennomfører EØS-reglene) vil kunne skape usikkerhet om hvordan foretakene skal forholde seg. Det vises for øvrig til at gjennomføringsdirektivets artikkel 4 innebærer at medlemslandene uansett har begrenset adgang til å pålegge ytterligere krav enn de som følger av gjennomføringsdirektivet, jf. generell omtale om dette i punkt 3.3 ovenfor.

8 Verdipapirforetak – rettigheter mv.

8.1 Verdipapirforetak med hovedsete i en annen EØS-stat

8.1.1 Norsk rett

Verdipapirhandelloven § 7-7 har regler for verdipapirforetak med hovedsete i en annen EØS-stat som vil opprette filial i Norge eller drive grensekryssende tjenesteyting her i Norge. Det følger av bestemmelsens første ledd at verdipapirhandellovens bestemmelser om krav til og vilkår for tillatelse (§§ 7-1 og 7-2) ikke er til hinder for slik virksomhet. Forutsetningen er imidlertid at verdipapirforetaket har tillatelse til å yte investeringstjenester i hjemstaten, og er underlagt tilsyn der. Det er presisert i § 7-7 første ledd tredje punktum at dersom verdipapirforetaket oppretter flere forretningssteder i Norge, skal det allikevel regnes som én filial.

I henhold til § 7-7 annet ledd skal Kredittilsynet innen to måneder etter at det har mottatt melding om etablering av *filial* i Norge fra tilsynsmyndighetene i verdipapirforetakets hjemstat, forberede tilsynet med foretaket. Videre skal Kredittilsynet opplyse foretaket om vilkårene som gjelder for utøvelsen av virksomhet i Norge. I bestemmelsen er reglene om god forretningsskikk nevnt særskilt. Verdipapirforetaket kan etablere filialen så snart Kredittilsynet har gitt slike opplysninger, og uansett innen to måneder etter at Kredittilsynet har mottatt meldingen fra tilsynsmyndighetene i hjemstaten.

Tredje ledd fastsetter at Kredittilsynet skal gi tilsvarende opplysninger til foretaket når det har fått melding om utøvelse av *grenseoverskridende* virksomhet fra tilsynsmyndighetene i verdipapirforetakets hjemstat. Verdipapirforetaket kan yte investeringstjenestene fra det tidspunkt Kredittilsynet har mottatt melding fra hjemstaten, jf. § 7-7 tredje ledd annet punktum.

Verdipapirforetaket har etter § 7-7 fjerde ledd plikt til å opplyse Kredittilsynet skriftlig om endringer av opplysninger i de meldingene som Kredittilsynet mottar etter bestemmelsen.

Når det gjelder verdipapirhandellovens anvendelse på utenlandske verdipapirforetaks virksomhet her i Norge, er dette regulert i verdipapirhandelloven § 7-9. Virksomhet utøvd av verdipapir-

foretak hjemmehørende i en annen EØS-stat (EØS-foretak) er regulert i bestemmelsens første ledd. Her angis det positivt hvilke bestemmelser i verdipapirhandelloven som gjelder for slike foretaks virksomhet i Norge. Bestemmelsen gjelder både virksomhet som drives gjennom filial og grenseoverskridende virksomhet. Følgende bestemmelser i verdipapirhandelloven gjelder for slik virksomhet:

- kapittel 1 og 2 (blant annet definisjonen av finansielle instrumenter og investeringstjenester, virkeområde, formål og atferdsregler),
- §§ 2a til 2a-6 for ansatte i norsk filial, ikke ved grensekryssende virksomhet (enkelte bestemmelser om ansattes egenhandel)
- kapitlene 3 til 7 (meldeplikt, tilbudsplikt, prospektkrav, oppgjørssentral og tillatelse)
- §§ 8-4 (ansattes adgang til å drive næringsvirksomhet), 8-5 fjerde ledd (krav om at verdipapirforetaket må ha tilgang til de finansielle instrumentene som foretaket har solgt, men ikke eier), 8-6 (opphvet), 8-7 (formidling av salg av finansielle instrumenter foretaket ikke eier) og 8-8 for finansielle instrumenter notert på norsk børs eller utstedt av norsk foretak (lån av finansielle instrumenter), 8-13 (verdipapirforetakenes sikringsfond),
- kapittel 9, bortsett fra § 9-1 første og femte ledd og § 9-7 annet ledd, sistnevnte gjelder ikke for grensekryssende tjenesteyting (kapittel 9 regulerer organisering av virksomheten),
- kapittel 10 og 11 (motregning og handel med finansielle instrumenter gjennom verdipapirforetak),
- kapittel 13 (særlige tilsynsbestemmelser for EØS-foretak), og
- kapittel 14 (sanksjoner).

Kongen kan i medhold av § 7-9 annet ledd gjøre unntak fra bestemmelsen i tilfeller hvor foretakets virksomhet er begrenset eller regulert av tilsvarende bestemmelser fastsatt av myndighetene i hjemstaten.

Verdipapirhandelloven kapittel 13 har for øvrig regler om Kredittilsynets begrensede tilsyn med verdipapirforetak med hovedsete i en annen EØS-

stat. Kapitlet har bestemmelser om verdipapirforetakets opplysningsplikt overfor Kredittilsynet (§ 13-1), Kredittilsynets adgang til å foreta stedlig kontroll (§ 13-2) og Kredittilsynets adgang til å gi pålegg om retting mv.

8.1.2 EØS-rett

I henhold til MiFID artikkel 6 nr. 3 skal tillatelse til å yte investeringstjenester og tilknyttede tjenester etter artikkel 5 være gyldig i hele EØS-området. Dette innebærer at et verdipapirforetak som har tillatelse i sitt hjemland til å yte slike tjenester kan tilby slike tjenester i andre medlemsland enten ved grensekryssende virksomhet eller ved opprettelse av filial. Direktivets regler om grensekryssende virksomhet og etablering av filial innebærer en nærmere operasjonalisering av EU-traktatens/EØS-avtalens generelle regler om tjenesteyting og etablering. De nærmere reglene for grensekryssende virksomhet og virksomhetsutøvelse gjennom filial følger av henholdsvis artikkel 31 og 32 i direktivet.

Artikkel 31 nr. 1 krever at medlemsstatene skal sikre at verdipapirforetak og kredittinstitusjoner hjemmehørende i EØS skal kunne yte investeringstjenester og tilknyttede tjenester innenfor direktivets rammer i medlemsstaten. Forutsetningen er at verdipapirforetaket eller kredittinstitusjonen har tillatelse fra hjemstaten og er underlagt tilsyn. Det presiseres at tilknyttede tjenester uansett bare kan tilbys sammen med investeringstjenester. Det følger videre at medlemsstatene ikke skal pålegge disse institusjonene (verdipapirforetak og kredittinstitusjoner) krav utover det som følger av direktivet, jf. nr. 1 annet ledd.

Artikkel 31 nr. 2 regulerer hvilken informasjon verdipapirforetaket skal gi til hjemstatsmyndighetene første gang det vil yte tjenester i en annen medlemsstat. Kravet til informasjon gjelder også dersom foretaket allerede driver virksomhet i en annen medlemsstat, men ønsker å utvide denne virksomheten. Det følger av artikkel 31 nr. 2 at foretaket i så fall skal opplyse om:

- hvilken medlemsstat det vil drive virksomhet i,
- en oversikt over virksomheten, hvor det særskilt angis hvilke investeringstjenester og eventuelt tilknyttede tjenester det tas sikte på å yte, samt om foretaket vil bruke tilknyttede agenter i vertsstaten.

Dersom verdipapirforetaket vil benytte tilknyttede agenter, skal myndighetene i hjemstaten opplyse vertsstatens myndigheter om agentens identitet innen rimelig tid etter at vertsstaten har bedt om slike opplysninger. Vertsstaten kan velge å offent-

liggjøre slike opplysninger, jf. artikkel 31 nr. 2 annet ledd.

Hjemstatens myndigheter skal oversende opplysningene fra verdipapirforetaket til vertsstatens myndigheter innen en måned etter at de har mottatt opplysningene fra foretaket. På dette tidspunktet kan foretaket også starte opp virksomheten. Disse reglene følger av artikkel 31 nr. 3.

Verdipapirforetaket skal opplyse sitt hjemlands myndigheter om endringer i de opplysningene som verdipapirforetaket plikter å opplyse om ved oppstart eller utvidelse av virksomheten, jf. nr. 2. Opplysningene skal gis skriftlig, og minst en måned før endringene trer i kraft. Myndighetene i hjemstaten har plikt til å informere vertsstaten om endringene.

Regler for grensekryssende virksomhet for multilaterale handelsfasiliteter (MHF) følger av artikkel 31 nr. 5 og 6. Bestemmelsene er nærmere omtalt av utvalget i NOU 2006: 3 pkt. 5.1.1.6:

«MiFID art. 31 nr. 5 og 31 nr. 6 regulerer grenseoverskridende virksomhet gjennom MHF. Også disse bestemmelsene er nye i forhold til ISD. Etter førstnevnte bestemmelse kan en medlemsstat ikke stille krav for så vidt gjelder sitt lands «users» deltagelse i en MHF som drives (av et verdipapirforetak eller en markedsoperatør) i et annet EØS-land. Slike brukere omtales som «remote users or participants»:

«Member States shall, without further legal or administrative requirement, allow investment firms and market operators operating MTFs from other Member States to provide appropriate arrangements on their territory so as to facilitate access to and use of their systems by remote users or participants established in their territory.»

For regulerte markeder følger tilsvarende regel av art. 42 nr. 6, jf. utredningen kapittel 6. Et verdipapirforetak, eller en markedsoperatør som driver en MHF, skal gi sin hjemstats kompetente myndighet beskjed om hvilke andre medlemsland det har til hensikt å tilby sine tjenester i (dvs. hvilke andre EØS-land som «remote users» kan komme fra), jf. art. 31 nr. 6 første punktum. Hjemstatens kompetente myndighet skal innen en måned fra det mottar slik beskjed, gi melding til den kompetente myndigheten i «vertstaten/e» hvor MHF planlegger å tilby sine tjenester, jf. annet punktum. De kompetente myndighetene skal på forespørsel utveksle informasjon om fjernbrukere av en MHF, jf. art. 31 nr. 6 annet ledd.»

Når det gjelder utøvelse av virksomhet gjennom filial, reguleres dette av MiFID artikkel 32.

Denne bestemmelsen er nærmere omtalt av utvalget i NOU 2006: 3 pkt. 5.1.1.3:

«Retten til å etablere filial i annen EØS-stat fremgår av MiFID art. 32 nr. 1 første ledd:

«Member States shall ensure that investment services and/or activities as well as ancillary services may be provided within their territories in accordance with this Directive and Directive 2000/12/EC through the establishment of a branch provided that those services and activities are covered by the authorisation granted to the investment firm or the credit institution in the home Member State. Ancillary services may only be provided together with an investment service and/or activity.»

Prinsippet om retten til å etablere filial i vertstaten gjelder også for kredittinstitusjoner når de tilbyr investeringstjenester, jf. MiFID art. 1.2.

Medlemsstatene kan ifølge art. 32 nr. 1 annet ledd ikke stille ytterligere krav til organisering og drift av filialer utover det som er tillatt etter art. 32 nr. 7, for så vidt angår områder dekket av dette direktivet:

«Member States shall not impose any additional requirements save those allowed under paragraph 7, on the organisation and operation of the branch in respect of the matters covered by this Directive.»

Også her må det vurderes konkret hva som ligger i «covered». Det vises til pkt. 5.1.3 nedenfor. Direktivet legger opp til at vertstaten skal ha ansvaret for å håndheve visse forpliktelser som følger av direktivet overfor filialer. Dette er begrunnet slik i fortalen pkt. 32:

«By way of derogation from the principle of home country authorisation, supervision and enforcement of obligations in respect of the operation of branches, it is appropriate for the competent authority of the host Member State to assume responsibility for enforcing certain obligations specified in this Directive in relation to business conducted through a branch within the territory where the branch is located, since that authority is closest to the branch, and is better placed to detect and intervene in respect of infringements of rules governing the operations of the branch.»

Konkret har vertstaten ifølge art. 32 nr. 7 ansvar for tilsyn med at filialen utøver investeringstjenester i samsvar med reglene i art. 19 (god forretningsskikk), 21-22 («best execution» og håndtering av kundeordre), 25 (rapportering av handler), 27 (offentliggjøring av opplysninger på forhånd), 28 (handelsinforma-

sjon fra MHF) samt nasjonale regler som vedtas i medhold av disse artiklene. Kompetent myndighet i vertstaten skal ha mulighet til å undersøke filialens virksomhet, samt kunne kreve endringer som anses nødvendige («strictly needed») for at myndighetene skal kunne håndheve etterlevelsen av de nevnte artiklene, jf. art. 32 nr. 7 annet ledd.

I MiFID art. 32 nr. 2 kreves at verdipapirforetak, før opprettelse av filial i annen EØS-stat, gir melding til hjemstatens kompetente myndighet om dette og gir følgende opplysninger:

- i hvilke medlemsstater foretaket har til hensikt å etablere filial,
- en driftsplan hvor det blant annet angis hvilke investeringstjenester samt hvilke tilleggstjenester som skal ytes, filialens organisatoriske struktur, og om filialen har til hensikt å anvende tilknyttede agenter,
- adresse i vertstaten der dokumenter kan innhentes, og
- navnene på filialens ledelse.

Med unntak av kravet om at det skal opplyses om tilknyttede agenter, jf. art. 32. nr. 2 b), svarer bestemmelsen til ISD art. 17 nr. 2.

Dersom et verdipapirforetak benytter tilknyttede agenter som er etablert i en annen EØS-stat, sidestilles den tilknyttede agenten med filialen, og agenten omfattes av direktivets regler om filialer, jf. art. 32 nr. 2 annet ledd.

Ifølge art. 32 nr. 3 skal hjemstatens kompetente myndighet videreforsende alle opplysninger til vertstatens kompetente myndighet senest tre måneder etter mottakelsen, og underrette det berørte verdipapirforetak, med mindre hjemstatens kompetente myndighet har grunn til å betvile at verdipapirforetakets administrative organisering eller økonomiske stilling er god nok, tatt i betraktning den virksomhet som er planlagt. Endring i informasjonen som er opplyst i melding før filialen ble etablert, jf. art. 32 nr. 2, skal meldes skriftlig til hjemstatens kompetente myndighet minst en måned før endringen foretas. Hjemstatens kompetente myndighet skal ifølge MiFID art. 32 nr. 4 oversende opplysninger om eventuelle erstatningsordninger verdipapirforetaket deltar i, jf. direktiv 97/7/EF. Hjemstatens kompetente myndighet skal underrette vertstatens kompetente myndighet om slike endringer, jf. art. 32 nr. 9. I tilfelle hjemstatens kompetente myndighet nekter å videreforsende opplysninger, skal avslaget begrunnes overfor verdipapirforetaket innen tre måneder etter mottakelse av alle opplysningene, jf. art. 32 nr. 5. Når det foreligger meddelelse fra vertstatens kompetente myndighet, eller hvis denne myndighet senest to måneder fra datoen for meddelelse fra hjemstatens kompetente myndighet ikke har gitt noen

meddelelse, kan filialen etableres og starte virksomhet, jf. art. 32 nr. 6. Tilsvarende regler fremgår av ISD art. 17.

Etter MiFID art. 32 nr. 8 skal hjemstatens kompetente myndighet kunne utføre kontroll hos den aktuelle filial i vertstaten, etter å ha underrettet vedkommende myndighet i verdipapirforetakets hjemstat. Tilsvarende regel er gitt i ISD art. 24 nr. 1.

Prosessreglene i art. 32 nr. 2 til 32 nr. 6 og art. 32 nr. 8 til 32 nr. 9 gjelder ikke for kredittinstitusjoner, jf. MiFID art. 1 nr. 2. Det vises til regler som fremgår av bankdirektivet (direktiv 2000/12/EF) art. 18, jf. art. 20 og 22.»

I MiFIDs del IV er det regler om kompetente myndigheter, herunder om kompetente myndigheters kompetanse i form av å være verdipapirforetakets vertstat. Det vises til artikkel 61 og 62. Artikkel 61 angir hvilke opplysninger vertstatens kompetente myndighet kan kreve av verdipapirforetaket. Artikkel 62 har regler om hvilke tiltak vertstaten skal treffe i tilfeller hvor verdipapirforetaket bryter sine forpliktelser etter MiFID.

8.1.3 Utvalgets forslag

Utvalget legger til grunn at innholdet i gjeldende § 7-7 kan videreføres. Gjeldende bestemmelser om etablering av filial og oppstart av utøvelse av grensekryssende virksomhet her i Norge vil således videreføres slik de er. Utvalget foreslår at bestemmelsen videreføres som ny § 9-19 i utkastet til ny verdipapirhandellov. Når det gjelder MiFIDs bestemmelser om MHF'er fra andre EØS-stater, uttaler utvalget (NOU 2006: 3 pkt. 5.1.3.3):

«Det følger av art. 31 nr. 5 at MHF fra andre EØS-stater skal kunne etablere ordninger i Norge, der det anses nødvendig for å gjøre det enklere for fjernmedlemmer å få adgang til deres system. I fravær av nasjonal regulering vil verdipapirforetak og markedsoperatører fra andre EØS-land ha adgang til å legge til rette for norske «jernmedlemmer» på MHF, også gjennom «appropriate arrangements» i Norge. Etter utvalgets syn er det derfor ikke nødvendig å særskilt gjennomføre art. 31 nr. 5 i norsk rett.»

Utvalget har videre vurdert regulering av EØS-foretaks virksomhet i Norge, enten ved grensekryssende tjenesteyting eller ved filialvirksomhet. Utvalget uttaler i den forbindelse blant annet (NOU 2006: 3 pkt. 5.1.3.5):

«Et grunnleggende hensyn bak MiFID er som nevnt at foretakene på bakgrunn av sin hjemstatstillatelse skal kunne utøve tjenester i hele

EØS. Utgangspunktet etter direktivet er at foretakene skal forholde seg til hjemstatens regulering for så vidt gjelder områder dekket av MiFID, også ved yting av investeringstjenester i andre EØS-stater, jf. artiklene 31 nr. 1 annet ledd og 32 nr. 1 annet ledd.

Verdipapirhandelloven gjelder i utgangspunktet all virksomhet som faller inn under loven og som utøves innen norsk jurisdiksjon, uavhengig av foretakenes nasjonalitet. Direktivregler om grenseoverskridende tjenesteytelser innebærer at verdipapirhandelloven vil gjelde for foretak med hjemstat i Norge, og ikke for foretak med hjemstat i annen EØS-stat, men med Norge som vertstat. Direktivet selv inneholder visse unntak fra dette, og unntakene arter seg noe forskjellig for grenseoverskridende yting av investeringstjenester hhv. direkte fra forretningssted i annen EØS-stat og gjennom etablering av filial i Norge, jf. nærmere om dette nedenfor. Det sentrale spørsmålet er derfor om, og i hvilken grad, norsk verdipapirlovgivning vil få anvendelse for verdipapirforetak fra annen EØS-stat som yter investeringstjenester i Norge.

MiFID må suppleres med alminnelige EØS-prinsipper, herunder prinsippene om fri flyt av tjenester og kapital, forbudet mot nasjonal diskriminering og prinsippet om såkalte allmenne hensyn knyttet til virksomhet på dets territorium. Etter dette prinsippet kan vertstatsregulering være lovlig, til tross for at det er gitt direktivregler på området (såkalt sekundærlovgivning). EF-domstolen har trukket opp relevant praksis mht. læren om allmenne hensyn i flere saker (som i C-55/94 Gebhard):

«Nasjonale regler som er egnet til å hindre eller gjøre mindre attraktivt utøvelsen av de grunnleggende friheter som er garantert av traktaten må oppfylle fire vilkår: de må anvendes på en ikke-diskriminerende måte; de må være nødvendige for å ivareta allmenne hensyn; de må være egnet til å oppnå det formålet de skal ivareta; og de må ikke gå lenger enn det som er nødvendig for å oppnå det formålet de skal ivareta.»

Det sistnevnte vilkåret i sitatet ovenfor angir «proporsjonalitetsprinsippet», og innebærer at det må foretas en konkret vurdering av om en nasjonal regel går lenger enn det som er nødvendig for å oppnå formålet med regelen. Utvalget presiserer at det kun er nødvendig å foreta en vurdering av om det foreligger allmenne hensyn der det finnes nasjonale regler som «er egnet til å hindre eller gjøre mindre attraktiv» grenseoverskridende virksomhet.»

Når det gjelder hvilke konkrete bestemmelser i utkastet til ny verdipapirhandellov som får anven-

delse overfor EØS-foretak som driver virksomhet i Norge gjennom *filial*, har utvalget foreslått en bestemmelse som regulerer dette i utkastet § 9-21 første ledd. I likhet med gjeldende § 7-9 første ledd foreslår utvalget at de bestemmelsene som skal gjelde, angis positivt i bestemmelsen. Utvalget uttaler om sitt utkast (NOU 2006: 3 pkt. 5.1.3.5):

«Norsk rett kan fritt regulere grenseoverskridende virksomhet for så vidt gjelder forhold som faller utenfor MiFIDs «områder» («matters»), med de begrensninger som følger av EØS-avtalens alminnelige regler. Innenfor MiFIDs «områder» kan norsk lov i varierende grad gis anvendelse på verdipapirforetak fra annet EØS-land som yter investeringstjenester i Norge.

Når det gjelder yting av investeringstjenester direkte fra forretningssted i annen EØS-stat, følger det av direktivet at vertstaten ikke kan stille ytterligere krav til slike foretak på de «områder» som er omfattet av direktivet, jf. art. 31 nr. 1 annet ledd. For etablering av filial av verdipapirforetak med annen EØS-stat som hjemstat, er direktivets utgangspunkt at vertstaten ikke kan pålegge filialens «organisasjon og drift» («organisation and operation») ytterligere krav utover det som er tillatt etter art. 32 nr. 7, for så vidt angår områder («matters») som er omfattet av direktivet, se nærmere om sistnevnte nedenfor. Som det fremgår, er adgangen til å regulere filialers virksomhet i norsk rett større enn adgangen til å gi loven anvendelse på foretak som yter investeringstjenester direkte fra hjemstaten. Dette er naturlig eftersom filialer vil ha en fysisk tilstedeværelse i Norge. Mer konkret er vertstaten gjennom art. 32 nr. 7 første ledd pålagt ansvaret for å sikre at filialen oppfyller forpliktelsene som fremgår i følgende bestemmelser:

- art. 19 (god forretningsskikk),
- art. 21-22 («best execution» og håndtering av kundeordre),
- art. 25 (rapportering av handler),
- art. 27 (offentliggjøring av opplysninger på forhånd),
- art. 28 (handelsinformasjon fra MHF), og
- tiltak som vedtas i medhold av disse artiklene.

Videre skal vertstatens kompetente myndighet ha mulighet til å undersøke filialens virksomhet, samt kunne kreve endringer som anses påkrevd («strictly needed») for at myndighetene skal kunne håndheve etterlevelsen av de nevnte artiklene, jf. art. 32 nr. 7 annet ledd. Art. 32 nr. 7 innebærer at nasjonale bestemmelser til gjennomføring av de nevnte artiklene om foretakenes virksomhet må gjø-

res gjeldende for filialer av verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat.

Ved vurderingen av nasjonal regelverkskompetanse etter MiFID er ett grunnleggende spørsmål hva som ligger i uttrykket «områder som er omfattet av direktivet». Verdipapirhandelloven regulerer flere områder enn MiFID. Loven gir blant annet regler om gjennomføring av andre EØS-forpliktelser og regler fastsatt med bakgrunn i nasjonale hensyn. Etter utvalgets oppfatning er det naturlig å forstå uttrykket «områder» («matters») slik at direktivet må inneholde regler av et visst omfang og av en viss detaljgrad, før det antas at det er et «område» som er regulert av direktivet. Med dette menes ikke at et forhold må være uttømmende regulert i MiFID for å avskjære nasjonal regelverkskompetanse. For å bestemme det nasjonale handlingsrommet må de enkelte direktivbestemmelsene tolkes, blant annet i lys av direktivets prinsipper og EØS-rettens prinsipper for øvrig. Det legges til grunn at norsk lovgiver vil ha anledning til å videreføre verdipapirhandellovens anvendelse på verdipapirforetak fra annen EØS-stat som yter investeringstjenester i Norge på områder som faller utenfor MiFID. Til illustrasjon synes det klart at norske regler om lydopptak etter vphl. § 9-7 annet ledd er noe annet og mer enn direktivets krav om oppgaveføring for utførte tjenester og transaksjoner i art. 13 nr. 6.

For å ta stilling til om og i hvilken grad verdipapirhandellovens bestemmelser kan videreføres/gis anvendelse på verdipapirforetak fra andre EØS-land som yter investeringstjenester i Norge, er det etter utvalgets syn hensiktsmessig å vurdere gjeldende § 7-9 opp mot MiFIDs regulering. Flere av kapitlene i dagens verdipapirhandellov er gitt til gjennomføring av andre EØS-forpliktelser. For eksempel inneholder kapittel 2 regler basert på markedsmisbruksdirektivet (direktiv 2003/6/EF) og kapittel 5 regler basert på prospektdirektivet (direktiv 2003/71/EF). Kapitlene 1, 2, 3, 4, 5, 6, 10, 11, 12, 13 og 14 i verdipapirhandelloven omfatter områder som ikke er dekket av direktivet. Det legges til grunn at bestemmelser som tilsvarer de nevnte kapitlene kan videreføres for verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat som yter investeringstjenestevirksomhet i Norge. [1] Det er ikke foretatt noen nærmere vurdering av nevnte kapitler i det følgende. Det vises til lovutkastet § 9-21 første ledd.»

Utvalget har videre foretatt en særskilt vurdering av enkelte av bestemmelsene i gjeldende verdipapirhandellov. Dette er bestemmelser om:

- ansattes egenhandel (kapittel 2a)
- tillatelse til å yte investeringstjenester (kapittel 7)

- virksomhetsregler (kapittel 8)
- organisering av virksomheten (kapittel 9), herunder:
 - god forretningsskikk
 - handel i børsnoterte finansielle instrumenter
 - verdipapirforetaks handel i opsjoner mv. og om registrering av handel i finansielle instrumenter som er registrert i et verdipapirregister
 - oppdragsoversikt
 - lydopptak og oppbevaring av lydopptak

Utvalget konkluderer med at følgende av disse bestemmelsene får anvendelse på virksomhet i filial i Norge:

«For å oppsummere legger utvalget til grunn at dagens § 2a-1 til 2a-6 (for så vidt gjelder ansatte i filial), 8-4, 8-5 fjerde ledd, 8-7, 8-8, 9-5, 9-6 og 9-7 annet ledd (for så vidt gjelder filialer) kan gis anvendelse på verdipapirforetak fra andre EØS-land som yter investeringstjenester i Norge. I tillegg vil de norske gjennomføringsbestemmelsene til:

- art. 19 (god forretningsskikk)
- art. 21-22 («best execution» og håndtering av kundeordre)
- art. 25 (rapportering av handler)
- art. 27 (offentliggjøring av opplysninger på forhånd)
- art. 28 (handelsinformasjon fra MHF), og
- tiltak som vedtas i medhold av disse artiklene

gjelde for filialer av EØS-verdipapirforetak som driver virksomhet i Norge, jf. art. 32 nr. 7. Det vises til lovutkastet § 9-21 første ledd.»

Når det gjelder reglene om ansattes egenhandel, drøfter utvalget om bestemmelser om egenhandel er et område som er dekket av direktivet. I så fall vil norsk regelverkskompetanse være avskåret. Utvalget viser til MiFID artikkel 13 nr. 2 som krever at verdipapirforetakene fastsetter regler for foretakets ansatte, ledere og tilknyttede agenter hva angår disses personlige transaksjoner. Utvalget konkluderer med at egenhandelsbestemmelsene hva angår handel med finansielle instrumenter som er notert på norsk regulert marked eller utstedt av norsk foretak, kan videreføres. Utvalget viser i den sammenheng til de endringene som er foreslått gjort i forhold til gjeldende egenhandelsbestemmelser, jf. utredningens pkt. 10.1.

Regler om tillatelse til å yte investeringstjenester er imidlertid helt opplagt dekket av MiFID, og regler om dette foreslås ikke gjort gjeldende overfor EØS-foretaks virksomhet her i Norge. Når det

gjelder virksomhetsregler, legger utvalget til grunn at enkelte av virksomhetsreglene i gjeldende verdipapirhandellov er utenfor MiFIDs områder, og at de av den grunn kan videreføres. Dette gjelder § 8-4 om begrensninger i adgangen for ansatte til å ha tillitsverv og store eierposisjoner i foretak med finansielle instrumenter som er gjenstand for organisert omsetning (notert på norsk børs eller utstedt av norske foretak). Videre gjelder det § 8-5 fjerde ledd om krav om at verdipapirforetaket skal ha tilgang på de finansielle instrumentene som de selger, § 8-7 om formidling av salg av finansielle instrumenter som kunden ikke eier, § 8-8 om lån av finansielle instrumenter. Utvalget mener videre at det ikke er grunn til at verdipapirhandellovens bestemmelse om verdipapirforetakenes sikringsfond gis anvendelse overfor slike EØS-foretak. Utvalget viser i den forbindelse til at filialen skal være dekket av tilsvarende ordning i sin hjemstat.

Når det gjelder regler om organisering av virksomheten har utvalget vurdert disse på følgende måte (NOU 2006: 3 pkt. 5.1.3.5, s. 108-109):

«Etter vphl. § 7-9 første ledd nr. 5 gjelder kapittel 9 som utgangspunkt for verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat som yter investeringstjenester i Norge. Vphl. kapittel 9 inneholder både regler om organisering av virksomheten og materielle regler om utøvelse av virksomheten. Et generelt utgangspunkt etter MiFID er at organisatoriske regler er hjemstatsanliggende. Dagens § 9-1 er det derfor ikke aktuelt å gi anvendelse på verdipapirforetak fra andre EØS-land.

ISD art. 10, 11 og 21 er gjennomført i vphl. kapittel 9. Utvalgets utgangspunkt er at det ikke er adgang til å videreføre bestemmelsene i dagens kapittel 9 på områder som anses for å være regulert av MiFID, jf. ovenfor. I det følgende gjennomgås reglene om god forretningsskikk, handel i børsnoterte finansielle instrumenter, handel i opsjoner og finansielle instrumenter registrert i et verdipapirregister, plikt til oppgave og lydopptak, samt taushetsplikt.

God forretningsskikk

Vertstaten er gjennom MiFID art. 32 nr. 7 pålagt å påse at krav til god forretningsskikk videreføres, for så vidt gjelder filialer, jf. MiFID art. 32 nr. 1 annet ledd, jf. art. 32 nr. 7, og henvisningen til MiFID art. 19, som inneholder regler om god forretningsskikk. Det foreslås at gjennomføringsbestemmelser til MiFID art. 19 (jf. lovutkastet § 10-13), gjelder for filialer av verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat, jf. lovutkastet § 9-21 første ledd nr. 4.

På bakgrunn av at MIFID inneholder regler om god forretningsskikk, jf. art. 19, legges det til grunn at det i vertstatstilfeller ikke vil være adgang til å gjøre nasjonale regler om god forretningsskikk mv. gjeldende overfor foretak med hovedsete i annen EØS-stat som yter investeringstjenester direkte fra forretningssted i annen EØS-stat. I slike tilfeller gjelder hjemstatsregulering.

Handel i børsnoterte finansielle instrumenter

I utredningen pkt. 4.8.3 foreslås ny bestemmelse til erstatning for vphl. § 9-4 første ledd, blant annet med bakgrunn i gjennomføring av direktivet art. 25 nr. 3 til 5, jf. lovutkastet § 10-22. Bestemmelsen anses derfor for å høre inn under de områder som reguleres av MiFID, og foreslås derfor ikke gjort gjeldende for verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat.

Verdipapirforetaks handel i opsjoner mv. og om registrering av handel i finansielle instrumenter som er registrert i et verdipapirregister

MiFID inneholder ikke regler som tilsvarer dagens vphl. §§ 9-5 og 9-6 om verdipapirforetaks handel i opsjoner mv. og om registrering av handel i finansielle instrumenter som er registrert i et verdipapirregister. Bestemmelsene foreslås videreført, jf. lovutkastet §§ 10-7 og 10-8. Utvalget antar at bestemmelsene, som i dag, kan gis anvendelse på verdipapirforetak med hovedsete i andre EØS-land som yter investeringstjenester i Norge, jf. lovutkastet § 9-21 første ledd nr. 4.

Oppdragsoversikt

Utvalget foreslår i utredningen pkt. 4.8 å erstatte dagens § 9-7 første ledd med en ny § 9-11 første ledd bokstav g). Bakgrunnen for forslaget er MiFID art. 13 nr. 6. Det legges til grunn at det ikke er adgang til å videreføre den norske bestemmelsen på verdipapirforetak fra annet EØS-land. Utvalget legger til grunn at forskrift av 26. september 1996 nr. 950 om oppgave over mottatte og utførte oppdrag heller ikke kan videreføres for slike foretak.

Lydopptak og oppbevaring av lydopptak mv.

Gjeldende vphl. § 9-7 annet ledd om hjemmel til å fastsette regler om å foreta og oppbevare lydopptak og annen dokumentasjon ved yting av investeringstjenester mv. gjelder for filialer i Norge av verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat. Bestemmelse foreslås videreført, jf. lovutkastet § 10-21. Med hjemmel i vphl. § 9-7 annet ledd har departementet fastsatt forskrift av 7. november 2003 nr. 1322 om verdipapirforetaks plikt til å foreta lydopptak av mottatte oppdrag og til oppbevaring av dokumentasjon vedrørende ordremottak. I Ot.prp.

nr. 68 (2002-2003) kapittel 16 drøftet departementet reglernes anvendelse for utenlandske foretak og uttalte blant annet følgende om dette:

«Et særlig spørsmål er i hvilken grad utenlandske verdipapirforetak vil omfattes av reglene om lydopptak mv. Verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat er, etter gjeldende regler i vphl. § 7-9 første ledd nr. 5, underlagt bestemmelsene i kapittel 9, med unntak av § 9-1 første og femte ledd. Departementet viser til at lydopptak mv. etter omstendighetene vil kunne utgjøre et viktig hjelpemiddel ved undersøkelser av for eksempel mulig innsidehandel, markedsmissbruk eller brudd på egenhandelsreglene. Adferdsreglene i verdipapirhandelloven gjelder i prinsippet enhver i det norske markedet, herunder verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat. Etter departementets syn bør derfor reglene om lydopptak mv. også omfatte norske filialer av slike verdipapirforetak. En slik løsning antas å være i tråd med investeringstjenestedirektivet art. 10 og 11, som regulerer kompetanseforholdet mellom hjemstat og vertstat. Det foreslås imidlertid å avgrense mot verdipapirforetak som ikke er etablert i Norge, og som kun yter grensekryssende tjenester inn i Norge, jf. også tilsvarende avgrensning i egenhandelsregelverket. Det foreslås endringer i vphl. § 7-9 første ledd nr. 5 i tråd med dette. For verdipapirforetak med hovedsete utenfor EØS skal reglene gjelde fullt ut. Det foreslås derfor ingen endringer i vphl. § 7-9 annet ledd. Det vises for øvrig til at Kongen kan gjøre unntak fra vphl. § 7-9 der virksomheten er begrenset eller der foretakets virksomhet er regulert av tilsvarende bestemmelser fastsatt av myndighetene i foretakets hjemstat.»

Utvalget viser til at reglene om lydopptaks anvendelse for filial av verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat ble drøftet i forbindelse med innføringen av forskriftshjemmelen. Utvalget slutter seg til vurderingen av at lydopptak mv. etter omstendighetene vil kunne utgjøre et viktig hjelpemiddel ved undersøkelser av for eksempel mulig innsidehandel, markedsmissbruk eller brudd på egenhandelsreglene. Adferdsreglene i verdipapirhandelloven gjelder i prinsippet enhver i det norske markedet, herunder verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat. Utvalget legger til grunn at direktivet ikke tilsier endringer på dette punktet. Så vidt utvalget er kjent med vil også Sverige videreføre kravet om lydopptak for filialer av verdipapirforetak fra andre EØS-land.»

8.1.4 Høringsinstansenes merknader

Norges Bank viser til at det i lys av den tekniske utviklingen vil være en utfordring tilsynsmessig å føre kontroll med at EØS-foretak oppfyller atferdsreglene ved utøvelse av virksomhet i Norge.

Advokatforeningen viser til at den sentrale problemstillingen er hvilke områder som vil være dekket av direktivet, og herunder på hvilke områder nasjonale bestemmelser kan gis anvendelse. Advokatforeningen viser særlig til bestemmelsene i verdipapirhandelloven om ansattes egenhandel, og stiller spørsmål ved om disse reglene kan sies å ikke være dekket av direktivet. Foreningen uttaler også at det etter utvalgets utkast er uklart hvilke regler som kommer til anvendelse overfor virksomhet i Norge, drevet at verdipapirforetak hjemmehørende i en annen EØS-stat.

Sparebankforeningen/FNH reiser også spørsmål ved om det er adgang til å gi de norske egenhandelsbestemmelsene anvendelse overfor ansatte i EØS-foretakenes filialansatte.

8.1.5 Departementets vurdering

MiFID bygger i likhet med ISD på prinsippet om gjensidig anerkjennelse av tillatelser i EØS-området – såkalt «single passport – rights». Dette innebærer at et verdipapirforetak som har tillatelse i hjemstaten sin, og som er underlagt tilsyn der, kan etablere filial i en annen EØS-stat eller yte investeringstjenester i en annen EØS-stat fra sitt kontor/forretningssted i hjemstaten (grensekryssende virksomhet). Direktivet innebærer en nærmere operasjonalisering av de grunnleggende friheter knyttet til tjenesteyting og etablering, som allerede følger av EU-traktaten og EØS-avtalen. ISDs regler om dette er gjennomført i verdipapirhandelloven § 7-7, og departementet slutter seg til utvalgets forslag om å videreføre MiFIDs regler om disse forhold i utkast til ny verdipapirhandellov. Dette innebærer at gjeldende regler om adgang til å drive grensekryssende virksomhet og filial i Norge videreføres, for foretak som er hjemmehørende i en annen EØS-stat som har tillatelse til å drive investeringstjenester der og som er underlagt tilsyn. Forslaget innebærer en videreføring av reglene om når slike foretak kan starte virksomheten, og tilsynsmyndighetenes utveksling av opplysninger. Endelig videreføres reglene om verdipapirforetakets plikt til å underrette Kredittilsynet (skriftlig) om endringer i de opplysningene som Kredittilsynet mottar i forbindelse med oppstart av filial og grensekryssende virksomhet. Det vises til lovfor-slaget § 9-23.

Utover dette begrenser MiFID vertsstatsens adgang til å regulere selve virksomheten som drives av et verdipapirforetak fra en annen EØS-stat i forhold til gjeldende regler som bygger på ISD. Når det gjelder grensekryssende virksomhet, følger dette av MiFID artikkel 31 nr. 1 annet ledd. Bestemmelsen forbyr medlemsstatene å pålegge verdipapirforetak og kredittinstitusjoner som driver grensekryssende virksomhet ytterligere krav på områder som er dekket av MiFID («matters covered by this Directive»). Når det gjelder filialvirksomhet, følger en tilsvarende begrensning av artikkel 32 nr. 1 annet ledd. Denne bestemmelsen fastsetter at medlemsstatene ikke kan pålegge filialer ytterligere krav når det gjelder organiseringen og virksomheten til filialen utover de områder som er dekket av direktivet utover det som følger av artikkel 32 nr. 7. Artikkel 32 nr. 7 første ledd pålegger vertsstatsens kompetente myndighet å påse («ensuring») at tjenestene som tilbys i vertsstaten er i samsvar med de forpliktelsene som følger av artiklene 19, 21, 22, 25, 27 og 28 (dvs. MiFIDs bestemmelser om god forretningsskikk, beste utførelse av ordre, ordrebehandling, transaksjonsrapportering, systematisk internalisering og offentliggjøring av ordre og handler). Videre følger det av artikkel 32 nr. 7 annet ledd at vertsstatsens kompetente myndighet har rett til å undersøke filialens organisering, og til å kreve endringer som er strengt nødvendige for at foretaket oppfyller sine forpliktelser i henhold til de nevnte bestemmelsene. Departementet legger til grunn at bestemmelsen pålegger vertsstatsens kompetente myndighet et tilsynsansvar. Dette innebærer at det er vertsstaten, i motsetning til hjemstaten som skal føre tilsyn med at verdipapirforetaket oppfyller de nevnte bestemmelsene. Foretaket må forholde seg til vertsstatsens regelverk, men de aktuelle bestemmelser er langt på vei fullharmoniserte, slik at det ikke vil være adgang for vertsstaten til å pålegge verdipapirforetaket andre og strengere regler enn de som følger av direktivet, jf. generell omtale i punkt 3.3. Dette gjelder også i forhold til egne nasjonale foretak. På dette punkt innebærer således MiFID en viktig forskjell for ISD, som i stor grad tillot vertsstaten fastsette regler på disse områdene (god forretningsskikk mv.).

Hovedregelen i MiFID er således at verdipapirforetakene underlegges tilsyn og regulering i hjemstaten for forhold som er dekket av direktivet. Den nevnte artikkel 32 nr. 7 representerer i så måte et unntak fra denne hovedregelen om hjemstatstilsyn når det gjelder organisering av virksomheten. Tilsynskompetansen når det gjelder enkelte bestemmelser i MiFID overføres til vertsstatsens

kompetente myndighet, dvs. Kredittilsynet for Norges vedkommende. Begrunnelsen for bestemmelsen fremgår av fortalens punkt 32, hvor det pekes på at vertsstatens myndighet er nærmest til å overvåke og gripe inn overfor brudd på de nærmere angitte reglene. Departementet foreslår i henhold til dette at verdipapirhandellovens regler til gjennomføring av de nevnte bestemmelsene i MiFID, gis anvendelse overfor norsk filial av verdipapirforetak med hovedsete i en annen EØS-stat. Dette vil gjelde lovforslaget § 10-11 (god forretningsskikk), § 10-12 (beste resultat ved utførelse av ordre), § 10-13 (håndtering av kundeordre), § 10-18 (transaksjonsrapportering), § 10-19 (systematisk internalisering) og § 10-20 (offentliggjøring av informasjon om utførte transaksjoner). Det vises til lovforslaget § 9-26 første ledd annet punktum. Bestemmelsen får som nevnt kun anvendelse overfor filialer, da MiFID ikke gir tilsvarende tilsynskompetanse overfor grensekryssende virksomhet.

Når det gjelder områder som ikke er dekket av MiFID, vil norske myndigheter ha regelverkskompetanse overfor virksomheten i henhold til alminnelige bestemmelser, herunder læren om allmenne hensyn. Departementet har vurdert hvorvidt øvrige bestemmelser i verdipapirhandelloven, som ikke er til gjennomføring av MiFID, bør få anvendelse overfor investeringstjenester som ytes her i Norge av verdipapirforetak som er hjemmehørende i en annen EØS-stat. Departementet legger til grunn at vilkåret for slik regelverkskompetanse i første rekke er at bestemmelsene ikke gjelder forhold som er dekket av direktivet («matters covered by the Directive», jf. artikkel 31 nr.1 (2) og 32 nr. 1 (2)). Etter departementets vurdering må det legges til grunn at der hvor MiFID eller de utfyllende bestemmelsene i gjennomføringsforordningen eller gjennomføringsdirektivet har uttrykkelige bestemmelser, vil man være *innenfor* direktivet. Nasjonal regelverkskompetanse utover dette vil etter omstendighetene være begrenset, jf. nærmere omtale ovenfor og i punkt 3.3.

Departementet har i likhet med utvalget kommet til at lovforslagets kapitler 1-7 bør gjøres gjeldende overfor filialer av verdipapirforetak hjemmehørende i en annen EØS-stat. Departementet legger til grunn at dette er områder som ikke er dekket av MiFID, blant annet omhandler dette bestemmelser til gjennomføring av andre EØS-forpliktelser Norge har – f.eks. gjennomføring av markedsmissbruksdirektivet, prospektdirektivet og tilbudspliktdirektivet. Et særskilt spørsmål er om disse bestemmelsene også bør gjøres gjeldende overfor grensekryssende virksomhet, og ikke

bare filialer. Departementet kan ikke se at det foreligger grunner som tilsier at foretak som driver grensekryssende virksomhet ikke skal innrette seg etter disse bestemmelsene. Etter departementets vurdering bør de nevnte bestemmelsene gjelde generelt for virksomhet som drives her i Norge (forutsatt av virksomheten omfattes av de aktuelle reglenes saklige virkeområde), slik at også grensekryssende virksomhet omfattes. Det vises til lovforslaget § 9-26 første ledd nr. 1 til 4. Departementet slutter seg også til utvalgets forslag om at gjeldende verdipapirhandellov § 8-5 tredje ledd (§ 8-5 første og annet ledd foreslås ikke videreført, jf. punkt 7.12) og § 8-7 om salg og formidling av salg av verdipapirer som verdipapirforetaket eller kunden ikke eier (lovforslaget § 10-4), skal gjelde for virksomhet som drives i Norge. Det samme gjelder gjeldende lovs § 8-8 om lån av finansielle instrumenter (lovforslaget § 10-5). Det vises til lovforslaget § 9-26 første ledd nr. 2, som gjelder både for filial og grensekryssende virksomhet.

Når det gjelder verdipapirhandellovens krav til lydopptak og oppbevaring av lydopptak, viser departementet til sin drøftelse ovenfor under punkt 7.11.7. Som det fremgår der, legger departementet til grunn at det er full adgang til å videreføre gjeldende bestemmelser om lydbåndopptak, blant annet under henvisning til gjennomføringsdirektivet artikkel 51 nr. 4 og MiFID artikkel 13 nr. 6. Departementet viser videre til at reglene om lydbåndopptak i stor grad ivaretar hensynet til et effektivt tilsyn med verdipapirmarkedet som sådan, og at slike opptak etter omstendighetene kan spille en viktig rolle ved undersøkelser av mulig innsidehandel og markedsmanipulasjon, og også vil kunne virke preventivt. På denne bakgrunn legger departementet til grunn at reglene om lydopptak bør gis anvendelse overfor både filialers virksomhet i Norge og grensekryssende virksomhet. Det vises til lovforslaget § 9-26 første ledd nr. 2.

Lovforslagets kapittel 12-14 har regler om verdipapiroppgjøret, oppgjørssentral og motregning av finansielle instrumenter. Bestemmelsene må sies å være klart utenfor områder som er dekket av MiFID. Departementet har derfor vurdert om de bør få anvendelse overfor virksomhet som drives i Norge av verdipapirforetak hjemmehørende i annen EØS-stat. Departementet viser til at dette er generelle bestemmelser som blant annet regulerer oppgjøret og forhold rundt verdipapiroppgjøret. Slike generelle bestemmelser bør etter departementets vurdering gis anvendelse overfor virksomhet som drives her i Norge, både filialvirksomhet og grensekryssende virksomhet. Det vises til lovforslaget § 9-26 første ledd nr. 3.

Lovforslaget kapittel 16 om tilsyn med verdipapirforetak med hovedsete i en annen EØS-stat gjennomfører MiFID artikkel 61 og 62. Disse bestemmelsene regulerer vertsstatsens kompetanse overfor verdipapirforetak som driver virksomhet i form av virksomhet i filial eller grensekryssende virksomhet. Blant annet skal tilsynsmyndigheten i vertsstaten ha adgang til å kreve periodisk rapportering av de investeringstjenestene som utføres i vertsstaten – til statistisk bruk (artikkel 61). Det vises til lovforslaget § 9-26 første ledd nr. 4. Departementet har foretatt enkelte mindre endringer i forhold til utvalgets utkast til regler i kapittel 16, blant annet ved at kompetansen som følger av lovforslaget § 16-1 (kreve periodisk rapportering – til statistisk bruk) kun skal gjelde overfor filialer, jf. MiFID artikkel 61. Det samme gjelder utvalgets forslag om at kapittel 17 om sanksjoner skal gjelde. Det vises til lovforslaget § 9-26 første ledd nr. 4.

Flere høringsinstanser har tatt opp forholdet til de norske bestemmelsene om egenhandel, som utvalget har foreslått å anvende overfor filialens ansatte. Departementet foreslår ikke å gjøre disse reglene gjeldende overfor ansatte i filialer av EØS-foretak. Dette spørsmålet drøftes særskilt i punkt 7.12.2.

Departementet slutter seg til utvalgets utkast til forskriftshjemmel, jf. lovforslaget § 9-26 tredje ledd. For øvrig foreslår departementet at det presiseres i § 9-26 første ledd at også eventuelle tilhørende forskrifter til de nærmere angitte bestemmelsene skal gjelde.

Departementet slutter seg for øvrig til at MiFID artikkel 31 nr. 5 som regulerer MHFers tilrettelegging for fjernmedlemmer i den enkelte medlemsstat, ikke må gjennomføres særskilt i norsk rett, fordi norsk rett ikke hindrer slikt fjernmedlemskap.

8.2 Norske verdipapirforetaks virksomhet i utlandet

8.2.1 Norsk rett

Verdipapirhandelloven § 7-5 regulerer norske verdipapirforetaks virksomhet i utlandet. Reglene knyttet til virksomhet i en annen EØS-stat er beskrevet av utvalget i NOU 2006: 3 pkt. 5.1.2.1:

«Det følger av vphl. § 7-5 annet ledd at norske verdipapirforetak kan yte investeringstjenester i annen EØS-stat etter reglene i vphl. § 7-6 om melding om virksomhet i annen EØS-stat. Reglene bygger på ISD art. 14, 17 og 18. Vphl. § 7-6 angir retten til og kravene for at et norsk verdipapirforetak skal kunne yte investerings-

tjenester i en annen EØS-stat, jf. prinsippet om EØS-konsesjon («single passport»). Norske verdipapirforetak kan yte investeringstjenester i andre EØS-stater med grunnlag i sin norske tillatelse etter melding til Kredittilsynet. Melding skal gis både ved grenseoverskridende virksomhet direkte fra forretningssted og ved filialetablering. Kredittilsynet har i visse tilfeller plikt til å nekte og oversende en melding om filialetablering til vedkommende myndigheter i vertstaten.

Meldingen til Kredittilsynet skal ifølge vphl. § 7-6 annet ledd inneholde følgende opplysninger:

1. hvor foretaket har til hensikt å utøve virksomhet, og
2. en virksomhetsplan der det særlig angis hvilke investeringstjenester som skal ytes.

Melding om etablering av filial skal ifølge vphl. § 7-6 tredje ledd i tillegg inneholde følgende opplysninger:

1. hvordan filialen skal være organisert,
2. adresse i vertstaten der dokumenter kan innhentes, og
3. navnene på de personer som utgjør filialens ledelse.

Ved melding om utøvelse av virksomhet direkte fra forretningssted i Norge skal Kredittilsynet innen en måned etter å ha mottatt meldingen, oversende den til vedkommende myndigheter i vertstaten og underrette verdipapirforetaket om dette, jf. vphl. § 7-6 fjerde ledd. Verdipapirforetaket kan fra dette tidspunkt yte de aktuelle investeringstjenester i vertstaten.

Ved melding om etablering av filial i annen EØS-stat skal Kredittilsynet innen 3 måneder etter å ha mottatt meldingen oversende den til vedkommende myndigheter i vertstaten og underrette verdipapirforetaket om dette, jf. vphl. § 7-6 femte ledd. Kredittilsynet skal også i disse tilfellene oversende opplysninger om eventuelle erstatningsordninger som har til formål å verne filialens kunder. Filialen kan etableres og starte sin virksomhet når vertstatens myndigheter har gitt opplysninger om de vilkår som skal gjelde for foretaket, herunder reglene om god forretningsskikk. Tilsvarende gjelder dersom det ikke er mottatt noen opplysninger fra vertstatens myndigheter innen to måneder etter at de har mottatt melding fra Kredittilsynet.

Ifølge vphl. § 7-6 sjette ledd skal oversendelse til vertstatens myndigheter (etter femte ledd) ikke foretas dersom Kredittilsynet har grunn til å betvile at verdipapirforetakets administrative organisering eller økonomiske stilling er god nok, tatt i betraktning den virksomhet som er planlagt. Kredittilsynets beslutning skal i tilfelle begrunnes overfor verdipapirfore-

taket innen tre måneder etter at Kredittilsynet har mottatt alle opplysninger i saken.

I tilfelle endring av opplysninger gitt etter første til tredje ledd i vphl. § 7-6, skal verdipapirforetaket gi skriftlig melding om dette til Kredittilsynet, og vedkommende myndigheter i vertstaten, før endringen foretas, jf. vphl. § 7-6 syvende ledd. Der det er etablert filial i annen EØS-stat skal melding gis minst en måned før endring foretas.

Kredittilsynet skal underrette vertstatens myndigheter dersom det foretas endringer i opplysninger som er gitt om eventuelle erstatningsordninger som har til formål å verne filialens kunder, jf. vphl. § 7-6 åttende ledd.

Forvaltningsselskap som ønsker å utøve virksomhet i annen EØS-stat, skal også gi tilsynsmyndigheten melding om dette, jf. verdipapirfondloven § 2-8a.

Det følger av vphl. § 7-5 første ledd annet punktum at avdelingskontor i Norge skal ha en leder som oppfyller kravene fastsatt i vphl. § 7-2 annet ledd. Tilsvarende gjelder for filial i utlandet. I tråd med Kredittilsynets praksis skal daglig leder være tilgjengelig i foretaket, hvilket normalt innebærer at leder av filial må ha sin daglige arbeidsplass i filialen, jf. vphl. § 9-1.

Reglene i vphl. § 7-5 gjelder ikke for kredittinstitusjoner, jf. vphl. § 7-5 fjerde ledd. Når det gjelder filialetablering i Norge, vises til regler i forretningsbankloven § 8 og sparebankloven § 3 første ledd. For filialetablering i utlandet, vises til finansieringsvirksomhetsloven § 2a-3, og forskrift av 28. juni 1996 nr. 678 om norske kredittinstitusjoners virksomhet i annen stat i Det Europeiske Økonomiske Samarbeidsområde.»

Utvalget har også omtalt forholdet til norsk verdipapirhandellov for disse foretakene (NOU 2006: 3 pkt. 5.1.2.5):

«Det fremgår av vphl. § 7-10 at departementet kan gjøre unntak fra § 8-7 om formidling av salg av finansielle instrumenter Kunden ikke eier for norske verdipapirforetaks filial i utlandet. Unntak kan imidlertid bare gjøres dersom filialen er omfattet av eventuelle tilsvarende regler i vertstaten og under forutsetning av at foretaket har betryggende sikkerhet for oppgjøret. For tillitsvalgte og ansattes handel for egen regning med finansielle instrumenter gjelder § 2a-1 fjerde ledd.»

Norske verdipapirforetaks virksomhet utenfor EØS-området er regulert i verdipapirhandelloven § 7-5 tredje ledd. I henhold til denne bestemmelsen må foretaket ha tillatelse fra Kredittilsynet for å etablere filial eller datterselskap utenfor EØS.

8.2.2 EØS-rett

Retten til å drive grensekryssende virksomhet og til å etablere filial er nærmere regulert i MiFID artikkel 31 og 32, og beskrevet ovenfor under pkt. 7.1.2. Det vises til denne omtalen.

8.2.3 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår å videreføre gjeldende regler om norske verdipapirforetaks virksomhet i utlandet i utkastet § 9-18. Utvalget viser imidlertid til at det er behov for endringer i gjeldende bestemmelse, på bakgrunn av MiFIDs regler om tilknyttede agenter (NOU 2006: 3 pkt. 5.1.3.2):

«Etter vphl. § 7-6 har verdipapirforetak med hovedsete i Norge rett til å yte investeringstjenester i annen EØS-stat etter melding til Kredittilsynet. Bestemmelsen gjennomfører ISD art. 14 nr. 1, 17 og 18. MiFID medfører behov for endringer av bestemmelsen, for så vidt gjelder reguleringen av tilknyttede agenter og MHF, jf. nedenfor.

Reguleringen av tilknyttede agenter er ny i EØS-rettslig sammenheng, jf. omtale i pkt. 4.7. I meldinger om grenseoverskridende virksomhet eller filialetablering skal det ifølge direktivet opplyses om verdipapirforetaket har til hensikt å benytte tilknyttede agenter, jf. art. 31 nr. 2 bokstav b) og art. 32 nr. 2 bokstav b). Utvalget foreslår i tråd med dette endringer i innholdskravene til meldinger, slik at det skal opplyses om bruk av tilknyttede agenter, jf. lovutkastet § 9-18 femte ledd.»

Utvalget foreslår også en bestemmelse om at norske operatører av en MHF skal melde til Kredittilsynet hvilke andre EØS-stater de har til hensikt å drive slik virksomhet i. Utkastet tar sikte på å gjennomføre MiFID artikkel 31 nr. 6. Utvalget omtaler utkastet i pkt. 5.1.3.3 i NOU 2006: 3:

«Utvalget foreslår at norske operatører av MHF skal melde til Kredittilsynet hvilke andre medlemsstater de har til hensikt å drive slik virksomhet i. Videre foreslås at Kredittilsynet skal videresende disse opplysningene til vedkommende myndighet i den aktuelle medlemsstat, samt på forespørsel oversende opplysninger om medlemmer og deltakere i MHF. Det foreslås at bestemmelsen tas inn i lovforslaget § 9-18 fjerde ledd (dagens § 7-6). En tilsvarende bestemmelse er foreslått inntatt i børsloven ny § 2-23 sjette ledd. Utvalget bemerker at all den tid drift av MHF er en investeringstjeneste, vil verdipapirforetaks rett til å yte tjenesten i andre EØS-land være videre enn regulerte markeds adgang til å drive sin virksomhet i andre EØS-land. Direktivets del 3 om regulerte mar-

keder har ingen bestemmelse som tilsvarende art. 6 nr. 3.»

8.2.4 Høringsinstansenes merknader

Energibedriftenes Landsforening uttaler:

«Kraftselskaper som omfattes av unntaket i lovutkastets § 2-9 (2) nr. 9. har ingen tillatelse som verdipapirforetak, og følgelig heller intet EU-pass, som ville gjort det mulig å yte investeringstjenester grensekryssende til andre EU/EØS land, etter tillatelse fra vertsstaten.

Det vil imidlertid være kraftselskaper som ønsker å tilby forvaltningstjenester grensekryssende til kunder av hovedvirksomheten i et annet EU/EØS land.

Vi har et nordisk kraftmarked, og norske kraftselskaper har kunder som kan være lokalisert i de øvrige nordiske landene. Det som karakteriserer det nordiske markedet, er en felles markeds plass hvor den fysiske kraften omsettes. I tillegg har vi en felles finansiell børs. Tjenesteleverandører til aktører i kraftmarkedet kan således være lokalisert i et nordisk land, og betjene kunder i de øvrige landene uten problemer. Tilsvarende løsning finnes ikke i andre deler av Europa. Derfor kan det se ut som om MiFID direktivet heller ikke på dette punkt har tatt høyde for organiseringen i Norden. Ulempene som kraftselskaper i Norden opplever på dette området, som en konsekvens av MiFID direktivet, bør nordiske myndigheter prøve å gjøre noe med, i forbindelse med det lovgivningsarbeidet som nå pågår.

Problemstillingen som bør avklares er om kraftselskaper kan yte investeringstjenester grensekryssende uten tillatelse fra vertsstaten med hjemmel i unntaket i punkt 9. Det bør utredes om det i Norden kan etableres en ordning innenfor regelverket som tillater at investeringstjenester ytet av kraftselskaper kan foregå grensekryssende uten EU-pass.»

Norsk Venturekapitalforening uttaler:

«Et annet punkt som etter Norsk Ventures oppfatning bør avklares, er hvilken konsekvens innføringen av unntaksbestemmelser i forskriftsform som beskrevet over vil ha for rådgivningsforetakets adgang til å yte rådgivningstjenester på grensekryssende basis til andre EØS-land. Dersom rådgivningsselskapene underlegges konsesjonsplikt som verdipapirforetak, er det vår oppfatning at de nødvendige tilpasninger og unntak beskrevet over i stor grad vil innebære unntak fra særnorske krav som prinsipielt ikke bør berøre rådgivningsselskapers adgang til å yte investeringstjenester på grensekryssende basis innenfor EØS-området.

Et rådgivningsselskap som er etablert i Norge vil som utgangspunkt måtte innhente konsesjon til å yte investeringstjenester fra norske myndigheter. Det kan imidlertid anføres i forhold til selskap som er etablert i Norge men som kun har én eller et fåtalls kunder etablert i et annet EØS-land eller utenfor EØS-området at det overhodet ikke ytes investeringstjenester i Norge, og at selskapet derfor heller ikke bør være underlagt konsesjonsplikt som verdipapirforetak i Norge. Vi viser til at flere av de norske rådgivningsmiljøene er rådgivere for fond som er etablert utenfor Norge og både innenfor og utenfor EU/EØS.»

Ingen av de øvrige høringsinstanser har merknader til utvalgets forslag.

8.2.5 Departementets vurdering

Departementet foreslår å videreføre gjeldende bestemmelse i verdipapirhandelloven § 7-5 annet ledd om at norske verdipapirforetak kan yte investeringstjenester i annen EØS-stat. Departementet foreslår imidlertid å presisere at dette gjelder for verdipapirforetak som har tillatelse til å yte investeringstjenester, jf. lovforslaget § 9-22 annet ledd. MiFID åpner ikke for at foretak som er unntatt fra hele eller deler av direktivets krav kan yte slik virksomhet utenfor hjemstaten. Dette følger forutsetningsvis av artikkel 6 jf. artikkel 2 («[t]his Directive shall not apply»), og uttrykkelig av artikkel 3 nr. 2 som fastsetter at foretak som er unntatt fra direktivets virkeområde etter denne bestemmelsen (valgfrie unntak) ikke omfattes av retten til å yte tjenester i andre medlemsstater etter direktivets artikkel 31 og 32. I likhet med gjeldende regler i ISD, er således rettighetene MiFID gir verdipapirforetak mv. til å etablere filial og drive grensekryssende virksomhet, forbeholdt de foretak som følger direktivets pliktbestemmelser. Eksempelvis vil ikke norske foretak som yter investeringstjenester knyttet til kraftderivater som faller utenfor direktivets virkeområde kunne påberope seg direktivets rettigheter, jf. EBLs høringsuttalelse om dette. Dette innebærer imidlertid ikke at vertsstater til slike foretak (som faller utenfor direktivet), kan forby foretaket å tilby tjenester eller etablere filial. Eventuelle restriksjoner på foretakets virksomhet, må på vanlig måte forankres i læren om allmenne hensyn, jf. nærmere omtale i punkt 3.3 og kapittel 5.

Når det gjelder uttalelsen til Norsk Venturekapitalforening, antar departementet at rådgivningsselskapers rettigheter vil kunne vurderes nærmere i tilknytning til fastsettelsen av eventuell forskrift om lovens anvendelse på deres virksomhet,

jf. ovenfor punkt 5.5. Det er imidlertid klart at direktivets rettigheter ikke omfatter foretak som faller inn under unntaksbestemmelser som gjennomfører direktivets artikkel 3, jf. artikkel 3 nr. 2. Det må for øvrig anses opplagt at Norge vil være hjemstat i de situasjoner Norsk Venturekapitalforening nevner i sin høringsuttalelse, jf. MiFID art. 5 og art. 4 (1) nr. 20.

Departementet slutter seg til å videreføre gjeldende krav om tillatelse (verdipapirhandelloven § 7-5 tredje ledd) for etablering av filial eller datterselskap utenfor EØS, jf. lovforslaget § 9-22 tredje ledd. Kompetansen til å gi slik tillatelse er etter forslaget lagt til Kredittilsynet, slik den er etter gjeldende rett. Verdipapirforetaks virksomhet utenfor EØS er ikke regulert i MiFID.

I tråd med reglene i MiFID artikkel 31 og 32 (om hhv. grensekryssende virksomhet og filialvirksomhet) foreslår departementet et krav om at melding av virksomhet i en annen EØS-stat sendes til Kredittilsynet. Bestemmelsen viderefører i hovedsak gjeldende § 7-6, men det foreslås i tråd med utvalgets utkast bygget noe ut for å gjennomføre direktivets bestemmelser om bruk av tilknyttede agenter og om multilaterale handelsfasiliteter (forkortet MHF). Det vises til lovforslaget § 9-23, som tilsvarende utvalgets utkast. Forslaget innebærer at verdipapirforetaket skal gi melding til Kredittilsynet om at det ønsker å utøve virksomhet i en annen EØS-stat (forslagets første ledd). Det foreslås også enkelte krav til innholdet i denne meldingen, blant annet skal den inneholde opplysninger om hvor virksomheten skal utøves, og en virksomhetsplan (forslagets annet ledd). For filialetablering foreslås det ytterligere krav til meldingen. Disse gjelder organisering, adresse og ledelse av filialen (forslagets tredje ledd). Multilaterale handelsfasiliteter som skal drives i en annen medlemsstat (av verdipapirforetak eller regulert marked) skal også meldes til Kredittilsynet, jf. lovforslaget § 9-23 fjerde ledd. Denne delen av forslaget stiller krav til meldingens innhold tilsvarende de som gjelder for yting av investeringstjenester etter forslaget annet ledd. Det foreslås at Kredittilsynet skal oversende disse opplysningene til vertsstaten innen en måned etter at de er mottatt. Kredittilsynet skal også oversende opplysninger om etablerte MHF-medlemmer og deltakere til vertsstaten, når denne ber om det. Slike opplysninger skal oversendes innen rimelig tid.

Det foreslås videre at Kredittilsynet skal oversende opplysninger om identiteten til eventuelle tilknyttede agenter som foretaket vil benytte, til vertsstaten dersom denne ber om det. Dette følger av lovforslaget § 9-23 femte ledd. Ved grensekryss-

sende virksomhet, foreslås det at Kredittilsynet skal oversende de mottatte opplysningene innen en måned etter at disse er mottatt, samtidig som verdipapirforetaket opplyses om dette (forslagets sjette ledd). Fra dette tidspunktet kan verdipapirforetaket i henhold til forslaget starte den meldte virksomheten.

Når det gjelder etablering av filial, foreslås det en egen bestemmelse om Kredittilsynets oversendelse av opplysninger i lovforslaget § 9-23 syvende ledd første punktum. Opplysningene omfatter den melding som er gitt til Kredittilsynet av verdipapirforetaket, samt hvilke erstatningsordninger som har til formål å verne kundene av filialen (syvende ledd annet punktum). Når vertsstaten har gitt opplysninger om de vilkårene som skal gjelde for filialen, kan filialen etableres og virksomheten startes (forslaget syvende ledd tredje punktum). Uansett kan slik etablering finne sted to måneder etter at vertsstaten har mottatt melding fra Kredittilsynet (forslagets syvende ledd fjerde punktum).

Etter forslaget skal Kredittilsynet vurdere foretakets organisatoriske og økonomiske stilling slik at tilsynet ikke skal oversende opplysninger om filialetablering dersom det er grunn til å betvile at den administrative organisering og økonomiske stilling er god nok. Det skal i denne vurderingen ses hen til den virksomheten som er planlagt. Beslutningen skal begrunnes overfor verdipapirforetaket, senest innen tre måneder etter at alle opplysningene i saken er mottatt. Det vises til lovforslaget § 9-23 åttende ledd.

Lovforslaget 9-23 niende og tiende ledd inneholder bestemmelser om foretakets og Kredittilsynets plikt til å melde fra om endringer i de opplysningene som skal gis ved etablering av virksomhet i en annen EØS-stat.

Departementet slutter seg for øvrig til utvalgets utkast til bestemmelse om anvendelse av verdipapirhandelloven overfor filialer av norske foretak i utlandet, jf. lovforslaget § 9-27. Forslaget innebærer at departementet kan gjøre unntak fra lovforslaget § 10-4 annet ledd om formidling av salg av finansielle instrumenter som kunden ikke eier, når det gjelder den virksomheten som drives av filialen i utlandet. Bestemmelsen gjelder virksomhet i utlandet generelt, og altså ikke bare virksomhet innenfor EØS. Bestemmelsen stiller som vilkår for slikt unntak at filialen skal være omfattet av eventuelle tilsvarende regler i vertsstaten og under forutsetning av at foretaket har betryggende sikkerhet for oppgjøret. Når det gjelder tillitsvalgte og ansattes handel for egen regning med finansielle instrumenter, foreslås det at lovforslaget § 8-1 tredje ledd skal gjelde. Denne bestemmelsen regulerer unntak for ansatte i filial av

norsk foretak fra egenhandelsbestemmelsene, jf. nærmere omtale i punkt 7.12.2.

8.3 Adgang til markeder

8.3.1 Norsk rett

Utvalget har redegjort for gjeldende norsk rett i NOU 2006: 3 pkt. 5.2.2:

«Det følger av børsloven § 5-4 tredje ledd at børs skal gi foretak med hovedkontor i annen EØS-stat som i sin hjemstat har tillatelse til å yte investeringstjenester, som nevnt i verdipapirhandeloven § 1-2 første ledd nr. 1 til 4, adgang til å delta i handel og kursnotering på like vilkår som andre børsmedlemmer.»

8.3.2 EØS-rett

Utvalget har omtalt MiFID artikkel 33 på følgende måte (NOU 2006: 3 pkt. 5.2.1):

«Etter art. 33 skal verdipapirforetak fra andre medlemsstater som har tillatelse til utførelse av ordre på vegne av kunder, eller til å drive egenhandel, sikres tilgang til regulerte markeder etablert i andre medlemsstater direkte gjennom filial i vertstatene eller som fjernmedlemmer. Fjernmedlemskap forutsetter at det regulerte markedet ikke er konstruert slik at det krever fysisk tilstedeværelse for at transaksjoner skal kunne gjennomføres. Medlemsstatene kan ikke pålegge verdipapirforetak som benytter seg av rettighetene i art. 33 nr.1 ytterligere lovregler eller administrative krav, for så vidt gjelder forhold som faller inn under direktivet, jf. art. 33 nr. 2. Tilsvarende regler fremgår av ISD art. 15.»

8.3.3 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår å videreføre bestemmelsen i børsloven § 5-4, jf. utkastet til lov om regulerte markeder § 2-23 femte ledd (NOU 2006: 3 pkt. 5.2.3):

«MiFID art. 33 er i det vesentligste en videreføring av ISD art. 15, som er gjennomført ved børsloven § 5-4. Bestemmelsen åpner for fjernmedlemskap ved at børs skal gi verdipapirforetak med hovedkontor i annen EØS-stat adgang til å delta i handelen og kursnotering på like vilkår som andre børsmedlemmer, jf. Ot.prp. nr. 73 (1999-2000) pkt. 8.2.8.4. Utvalget foreslår at denne bestemmelsen videreføres som lov om regulerte markeder (børsloven) ny § 2-23 femte ledd. Etter forslaget vil plikten gjelde generelt for regulerte markeder, herunder børser, jf. utredningen kapittel 6. Utvalget legger med dette til grunn at MiFID art. 33 er tilstrekkelig gjennomført i norsk rett.»

8.3.4 Høringsinstansenes merknader

Ingen høringsinstanser har hatt merknader knyttet til dette punktet.

8.3.5 Departementets vurdering

Departementet foreslår en bestemmelse i forslag til lov om regulert marked § 26 femte ledd om at regulerte markeder skal gi foretak med hovedkontor i annen EØS-stat adgang til medlemskap på like vilkår som andre medlemmer. Forslaget tilsvare utvalgets utkast. Bestemmelsen har til hensikt å gjennomføre MiFID artikkel 33 om adgang til regulerte markeder enten ved filial eller ved fjernmedlemskap.

8.4 Adgang til oppgjørssystemer mv.

8.4.1 Norsk rett

Vilkårene for å drive oppgjørsvirksomhet følger av verdipapirhandeloven kapittel 6. Det stilles blant annet krav om tillatelse, selskapsform (allmennaksjeselskap), kontrollkomite, og ledelse, jf. § 6-1. Utvalget har redegjort nærmere for hva som kjenneegner oppgjørsvirksomhet, samt hvilke regler som gjelder for deltakelse i oppgjørssystem (NOU 2006: 3 pkt. 5.3.2):

«Med oppgjørsvirksomhet (clearing) menes yrkesmessig virksomhet som består i å tre inn som part eller på annen måte garantere for oppfyllelse av avtaler som gjelder handel med finansielle instrumenter som nevnt i vphl. § 1-2 annet ledd og forpliktelser vedrørende lån av finansielle instrumenter, jf. vphl. § 1-5. Det er fastsatt nærmere vilkår for å drive oppgjørsvirksomhet mv. i vphl. kapittel 6. Det følger av vphl. § 6-6 at deltakelse i oppgjørssystem på vegne av kunder kan bare forestås av verdipapirforetak eller kredittinstitusjon.

Ifølge verdipapirregisterloven § 6-5 fastsetter verdipapirregisteret selv regler om organiseringen av registreringsvirksomheten, bruk av eksterne registerførere, adgang til å foreta registreringer direkte i registeret, krav til dokumentasjon av identitet og fullmaktsforhold. Reglene skal godkjennes av Kredittilsynet, jf. verdipapirregisterloven § 1-2.

Norsk rett har ingen særskilte regler om MHF eller tilsvarende systemer.

Clearing- og oppgjørsfunksjonene i det norske markedet utføres av NOS Clearing ASA, Verdipapirsentralen ASA og Norges Bank.»

8.4.2 EØS-rett

Utvalget har redegjort for MiFIDs artikkel 34 og 35 om adgang til sentral motpart mv. i NOU 2006: 3 pkt. 5.3.1:

«Etter MiFID art. 34 nr. 1 skal verdipapirforetak fra andre medlemsstater ha adgang til sentral motpart eller et clearing- og oppgjørssystem («central counter party, clearing and settlement system») i vertstaten på samme ikke-diskriminerende, transparente og objektive kriterier som gjelder for innenlandske deltakere. Medlemsstatene har ikke adgang til å begrense anvendelsen av slike fasiliteter til kun å omfatte clearing og oppgjør med transaksjoner i finansielle instrumenter som gjennomføres på et regulert marked eller en MHF på deres område. MiFID bygger på ISD art. 15 nr.1.

Ifølge MiFID art. 34 nr. 2 skal regulerte markeder gi alle medlemmer og deltakere rett til å velge oppgjørssystem for transaksjoner i finansielle instrumenter, under følgende forutsetninger;

«(a) such links and arrangements between the designated settlement system and any other system or facility as are necessary to ensure the efficient and economic settlement of the transaction in question; and

(b) agreement by the competent authority responsible for the supervision of the regulated market that technical conditions for settlement of transactions concluded on the regulated market through a settlement system other than that designated by the regulated market are such as to allow the smooth and orderly functioning of financial markets.»

Vurderingen som den kompetente myndighet for det regulerte markedet foretar, foregriper ikke de nasjonale sentralbankers rolle som overvåkere av oppgjørsvirksomhet eller eventuelt andre tilsynsmyndigheter som har en rolle i denne forbindelse, jf. art. 34 nr. 2 annet ledd. Den kompetente myndighet skal ta hensyn til den overvåkingen/tilsynet som disse institusjonene utfører, for å hindre unødvendig overlapping av kontroll.

Operatører av sentrale motparter, clearing- eller oppgjørssystemer skal fremdeles ha adgang til å nekte og yte tjenester på grunn av forretningsmessige forhold, jf. art. 34 nr. 3.

Regler om sentral motpart eller et clearing- og oppgjørssystem for MHF

Etter direktivet art. 35 nr. 1 kan en medlemsstat ikke hindre et verdipapirforetak eller en markedsoperatør som driver en MHF å inngå hensiktsmessige avtaler («appropriate arrangements») med en sentral motpart eller et clearing- og oppgjørssystem («clearing house

and a settlement system») i en annen medlemsstat, forutsatt at disse «arrangements» har til hensikt å sørge for clearing og/eller oppgjør av enkelte eller alle transaksjonene som er gjennomført av deltagerne i fasilitetens systemer. I følge art. 35 nr. 2 kan en kompetent myndighet motsette seg en slik clearing/oppgjørssystem, forutsatt at det er nødvendig («demonstrably necessary») med tanke på å opprettholde «the orderly functioning» av fasiliteten, sett hen til reguleringen for oppgjørssystemer i art. 34 nr. 2. Følgende er presisert med hensyn til slike situasjoner, jf. annet ledd i nr. 2:

«In order to avoid undue duplication of control, the competent authority shall take into account the oversight/supervision of the clearing and settlement system already exercised by the national central banks as overseers of clearing and settlement systems or by other supervisory authorities with a competence in such systems.»

Den kompetente myndigheten skal ta hensyn til sentralbankenes tilsyn med clearing- og oppgjørssystemene, eventuelt andre tilsynsmyndigheter som har en rolle i denne forbindelse.»

8.4.3 Utvalgets forslag

Utvalgets vurderinger og forslag til regler om adgang til sentral motpart mv. fremgår av NOU 2006: 3 pkt. 5.3.3:

«MiFID art. 34 er, med unntak av regulering av MHF, i stor grad en videreføring av ISD art. 15 nr. 1, som er gjennomført i norsk rett ved vphl. § 6-6. Etter vphl. § 6-6 vil foretak med hovedsete i annen EØS-stat ha rett til å bli medlemmer av eller tiltre clearing- og oppgjørssystemer i Norge, for så vidt gjelder de investeringstjenester de yter i Norge. Tilsvarende gjelder adgang til de oppgjørssystemer som forestås av Verdipapirsentralen og Norges Bank. Det vises til omtale i NOU 1996: 2 pkt. 15.5.6.6 der det blant annet uttales:

«Etter utvalgets syn bør det være opp til oppgjørssentralen å vurdere om det skal stilles særskilte krav for at verdipapirforetak skal kunne delta i oppgjørssystemet. Det vises imidlertid til at det følger av ISD art. 15 at investeringsforetak med hovedsete i EØS-land skal gis rett til å bli medlemmer av eller tiltre nasjonale clearing- og oppgjørssystemer. Utvalget legger til grunn at foretak med tillatelse til å drive virksomhet som oppgjørssentral ikke på bakgrunn av nasjonalitet kan nekte verdipapirforetak som etter vphl. kan yte investeringstjenester i Norge, adgang til oppgjørssystemet.»

Departementet la i likhet med verdipapirhandellovutvalget til grunn at oppgjørssentralen i utgangspunktet ikke kan forskjellsbehandle investorer på grunnlag av nasjonalitet, jf. EØS-avtalens art. 4, jf. Ot.prp. nr. 29 (1996-96) pkt. 11.2.5.4.

Utvalget kan ikke se at gjeldende rett inneholder begrensning med hensyn til foretak eller personer som kan inngå kontraktsforhold og kundeforhold med oppgjørssentralen. Utvalget legger etter dette til grunn at MiFID art. 34 på dette punktet er tilstrekkelig gjennomført i norsk rett, og foreslår ingen endringer. Det vises til lovutkastet kapittel 13 om oppgjørssentral som viderefører gjeldende vphl. kapittel 6.

Norsk rett inneholder ingen regulering av tilgangen til clearing- og oppgjørssystemer for en MHF. Etter art. 35 nr. 1 skal et norsk verdipapirforetak eller regulert marked som driver en MHF ha adgang til å inngå avtale med en oppgjørssentral i et annet EØS-land. Utvalget kan i utgangspunktet ikke se at denne adgangen bør begrenses, og foreslår derfor ingen lovbestemmelse. Utvalget antar at det i fremtiden vil kunne være behov for å regulere norske verdipapirforetak eller regulerte markeders adgang til utenlandske oppgjør- og clearing-systemer. Utvalget foreslår derfor forskriftshjemmel for nærmere regler om dette. En slik forskrift vil i utgangspunktet måtte ligge innenfor rammene av art. 35 nr. 2 (jf. «demonstrably necessary in order to maintain the orderly function of that MTF»). Det vises til lovutkastet § 13-6 annet ledd.»

8.4.4 Høringsinstansenes merknader

NordPool ASA har merknader til utvalgets forslag til gjennomføring av MiFID artikkel 34:

«MiFID Artikkel 34 lyder som følger:

Access to central counterparty, clearing and settlement facilities and right to designate settlement system

1. Member States shall require that investment firms from other Member States have the right of access to central counterparty, clearing and settlement systems in their territory for the purposes of finalising or arranging the finalisation of transactions in financial instruments.

Member States shall require that access of those investment firms to such facilities be subject to the same non-discriminatory, transparent and objective criteria as apply to local participants. Member States shall not restrict the use of those facilities to the clearing and settlement of transactions in financial instruments undertaken on a regulated market or MTF in their territory.

2. Member States shall require that regulated markets in their territory offer all their members or participants the right to designate the system for the settlement of transactions in financial instruments undertaken on that regulated market, subject to:

(a) such links and arrangements between the designated settlement system and any other system or facility as are necessary to ensure the efficient and economic settlement of the transaction in question; and

(b) agreement by the competent authority responsible for the supervision of the regulated market that technical conditions for settlement of transactions concluded on the regulated market through a settlement system other than that designated by the regulated market are such as to allow the smooth and orderly functioning of financial markets.

This assessment of the competent authority of the regulated market shall be without prejudice to the competencies of the national central banks as overseers of settlement systems or other supervisory authorities on such systems. The competent authority shall take into account the oversight/supervision already exercised by those institutions in order to avoid undue duplication of control.

3. The rights of investment firms under paragraphs 1 and 2 shall be without prejudice to the right of operators of central counterparty, clearing or securities settlement systems to refuse on legitimate commercial grounds to make the requested services available.

Vi kan ikke se at denne bestemmelsen er blitt foreslått implementert, siden vphl. § 6-6 jf forslaget til § 13-6 (1) gjelder andre forhold, jf NOU'en side 110-111.

Utvalget foreslår en forskriftshjemmel i § 13-6 (2) for å regulere norske verdipapirforetaks og regulerte markeders adgang til utenlandske oppgjørssystemer. Dette er forskriftsregulering som - dersom det blir aktuelt - lett vil komme i konflikt med direktivets artikler 34, 35 og 46 om rett til «cross border» tilkoblinger.

Nord Pool vil her anbefale at den norske teksten implementerer direktivet i ren oversettelse fra den engelske versjon.»

Nordic Association of Electricity Traders gir uttrykk for tilsvarende synspunkter. *Advokatforeningen* gir på sin side uttrykk for at den ikke kan se at MiFID artikkel 34 nr. 2 og 3 vil bli implementert i norsk rett gjennom utvalgets utkast.

Nord Pool ASA har i brev 20. november 2006 kommentert utvalgets utkast til ny verdipapirhandellov § 13-6:

«Nord Pool Clearing ASA («Nord Pool Clearing») har i etterkant av høringsrunden blitt opp-

merksom på en uheldig og antatt utilsiktet virkning av forslaget til § 13-6, som lyder som følger:

13-6. Oppgjørsrepresentant mv.

(1) Deltakelse i oppgjørsordning på vegne av kunder kan bare forstås av verdipapirforetak eller kredittinstitusjon.

(2) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om norske verdipapirforetak og regulerte markeder adgang til utenlandske oppgjørssystemer.

Bestemmelsens første ledd er i tråd med gjeldende lovs § 6-6. I relasjon til denne bestemmelsen blir imidlertid begrepet «verdipapirforetak» praktisert slik at det også omfatter de såkalte «varederivatforetak», i tråd med § 1-7 og forarbeidene. Det gjelder som kjent i dag ikke et konsesjonskrav for mellommenn innenfor omsetningen av varederivater, og kun et fåtall aktører i de varederivatmarkeder som opereres fra Norge har slik konsesjon.

Etter gjeldende rett er virksomhet i tilknytning til varederivater underlagt enkelte av reglene i loven. jf § 1-7, hvor det fremgår at det bl.a. gjelder innsidehandelsreglene, reglene i kapittel 6 (herunder § 6-6) og kravene til verdipapirforetak i § 9-2 og deler av §§ 9-3 og 9-4 også gjelder varederivatforetak. Se Bergo: Børs- og verdipapirrett side 45 og 371 med henvisning til forarbeidene.

Etter gjeldende lov § 1-3 første ledd er «verdipapirforetak» definert som alle som yter investeringstjenester. Denne definisjonen er imidlertid, i lys av forarbeidene, misvisende. Loven er i alle år blitt praktisert slik at de regler som omhandler verdipapirforetak kun gjelder for selskapene med konsesjon som verdipapirforetak, samt varederivatforetakene så langt det følger av § 1-7.

Virksomhetsreglene i kapittel 7-9 vil derimot ikke gjelde for de øvrige foretak som i dag yter investeringstjenester med hjemmel i unntakene i § 7-1 tredje ledd eller § 1-7, selv om «verdipapirforetak» er koblingsord i loven og de etter definisjonen isolert sett omfattes.

Nord Pool Clearing har flere medlemmer som er «clearingrepresentant» for kunder eller som står som registrert eier av posisjoner på vegne av konsernselskaper og andre kunder, men som ikke har konsesjon som verdipapirforetak («internporteføljer»).

I forslaget til ny lov om verdipapirhandel er det i § 9-2 (2) foreslått en rekke unntak fra konsesjonsplikten for investeringstjenester, i tråd med MiFiD. Av relevans for vårt tema er særlig på nr 2 (konsernunntaket), nr 9 (investeringstjenester til kunder i hovedvirksomheten) og nr 11 (handler for kunder i derivatmarkedet så langt oppgjør er sikret ved at oppgjørssentraler eller oppgjørssentraler i markedet trer inn i eller garanterer for kontraktene). En viktig

bakgrunn for unntakene er at de antas å bli benyttet i de fleste europeiske land, og det er vesentlig å oppnå like rammebetingelser for norske og europeiske aktører.

Det gir imidlertid liten mening å gjøre unntak for konsesjonskrav for investeringstjenester for aktører som forestår aktuelle investeringstjenester i tilknytning til varederivatmarkedene, men forbeholde for verdipapirforetakene med konsesjon (og kredittinstitusjoner) å være oppgjørsrepresentant for de samme kundene i forhold til en oppgjørssentral, i «fortsettelsen» av ytelsen av investeringstjenester i varederivatmarkedet.

Deltakelse som oppgjørsrepresentant er som kjent ingen konsesjonspliktig tjeneste etter MiFiD.

Det vil - slik oppgaven er organisert hos Nord Pool Clearing - heller ikke utløse krav til konsesjon etter banklovgivingen og bankdirektivene, siden oppgjørsrepresentantene ikke mottar innskuddsmidler.

Normalt vil oppgjørsrepresentanter heller ikke yte finansieringsvirksomhet i finansieringsvirksomhetslovens forstand, men dette kan variere med den struktur som anvendes i hvert enkelt derivatmarked. Her synes det uansett mest naturlig at eventuelle konsesjonskrav for tjenester i tilknytning til oppgjørsrepresentasjon følger av den aktuelle finansielle ramme-lovgivning, og ikke av vphl., da det faller utenfor rammen for MiFiD og man da lett får en utilsiktet regulering av forhold som ikke fikk oppmerksomhet i lovforberedelsen.

Det synes lite naturlig å oppstille et særkrav til konsesjon i vphl. for utøvelse av den (ikke-konsesjonspliktig) tjeneste som oppgjørsrepresentant for aktører som er unntatt for konsesjonsplikt for den (generelt konsesjonsbelagte) hovedtjenesten; å yte investeringstjenester.

Dette gjelder særskilt siden den tradisjonelle modell for oppgjørsrepresentasjon i norske oppgjørssentraler er at det etableres et rettsforhold direkte mellom sluttkunden og oppgjørssentralen og at sluttkunden har egne konti for oppgjør og sikkerhetsstillelse mot sentralen. Dette betyr at det ikke er sterke behov for offentlig regulering, og at det bør kunne overlates til oppgjørssentralene å vurdere hvem som er egnet som oppgjørsrepresentanter.

Vi vil anta at lovutvalget har sett for seg at de aktører som er unntatt fra konsesjonsplikt etter reglene i § 9-2 (2) også skal kunne være oppgjørsrepresentant. Slik «verdipapirforetak» er definert i forslaget til § 2-3 (1) (som alle foretak som yter investeringstjenester) vil også slike foretak være å regne som «verdipapirforetak» i lovens forstand, men som påpekt ovenfor er dette en feil definisjon, som vi ber om at Finansdepartementet retter i proposisjonen:

Lovens krav til konsesjon i § 9-1 er adekvat utformet til å ramme alle som yter investerings-tjenester på forretningsmessig basis, med mindre de er unntatt. Det som savnes, er en adekvat definisjon av «verdipapirforetak» slik at de rammebetingelser som er tilsiktet for de konsesjonsbærende foretak, kun hviler på disse. Dersom man (korrekt) definerer verdipapirforetak som foretak som har konsesjon som verdipapirforetak, blir det imidlertid nødvendig å gjøre et unntak i § 13-6 for å sikre at også aktører som opererer i tråd med unntakene kan være oppgjørsrepresentanter, for eksempel ved at § 13-6 første ledd sier at deltakelse i oppgjørsordning kun kan forestås av «verdi a irforetak o kreditt-institus'on samt foretak som nevnt i 9-2».

En slik definisjon vil vanskelig kunne forstås som «lex specialis» i forhold til bank- og finansieringslovgivningen, og det kan derfor etter omstendighetene være at visserepresentasjonsformer fordrer konsesjon etter disse lovene. Dette er bl.a. aktuelt for denclearingmodell Nord Pool Clearing er i ferd med å utvikle for fiskederivater, men vil ikke gjelde for våre øvrige markeder.

Vi antar at bestemmelsen i § 13-6 ansett ikke vil kunne få anvendelse for utenlandske oppgjørsrepresentanter. Med mindre bestemmelsen justeres som foreslått, vil det derfor føre til forskjellsbehandling i varederivatmarkedene, og generelt svekke norske mellommenns konkurransedyktighet. Utenlandske aktører vil da uten konsesjon kunne representere kunder ved handel og clearing i våre markeder, mens norske aktører uten konsesjon kan handle men må klare gjennom et (konkurrerende) konsesjonsbærende foretak, som dermed får innsyn i aktørens kundeforhold.

Dersom § 13-6 ikke skulle bli justert som foreslått, men mot formodning bli forstått slik at den pålegger oppgjørssentralen begrensninger i forhold til godkjenning av utenlandske oppgjørsrepresentanter uten konsesjonskrav i hjemlandet, vil likebehandling av norske og utenlandske mellommenn oppnås. Effekten blir imidlertid en negativ konkurransebyrde for norske oppgjørssentraler: De utenlandske ikke-konsesjonspliktige mellommenn vil da naturligvis søke til utenlandske clearinghus der de kan få representere sine kunder, uten å måtte overføres til (konkurrerende) clearing-medlemmer med konsesjon. Vi er ikke i tvil om at våre utenlandske konkurrenter vil søke å utnytte et slikt fortrinn.»

8.4.5 Departementets vurdering

Departementet er enig med utvalget i at det ikke er behov for regler til gjennomføring av artikkel 34 nr. 1 første ledd, all den tid det ikke er regler i norsk

rett som begrenser adgangen til oppgjørssystemene. Departementet vil imidlertid foreslå en egen bestemmelse om oppgjørssentralers virksomhet på bakgrunn av MiFID artikkel 34 nr. 1 annet ledd. Denne bestemmelsen krever for det første at oppgjørssentral/sentral motpart ikke skal ha adgang til å forskjellsbehandle norske og utenlandske aktører. For det andre kreves det at reglene om adgang til systemene i seg selv skal være ikke-diskriminerende, klare og objektive (også i forhold til norske aktører). I samme bestemmelse foreslår departementet også at oppgjørssentral skal ha adgang til å nekte, på berettiget kommersielt grunnlag, å gjøre de ønskede tjenestene tilgjengelige. Dette foreslås gjennomført i lovforslaget § 13-3 annet, fjerde og femte ledd.

I fravær av regulering av multilaterale handelsfasiliteter, anser departementet i likhet med utvalget, at artikkel 35 er tilstrekkelig gjennomført i norsk rett.

Nord Pool ASA har som det fremgår av omtalen ovenfor, fremsatt ytterligere merknader til utvalgets utkast til ny verdipapirhandellov i sitt brev 20. november 2006. Merknadene knytter seg til utkastet § 13-6 som regulerer adgangen til å opptre som oppgjørsrepresentant på vegne av kunder. Utvalget har foreslått å videreføre gjeldende regel om at bare verdipapirforetak og kredittinstitusjoner kan være slik oppgjørsrepresentant. Nord Pool ASA mener imidlertid at dette vil utelukke foretak som faller inn under direktivets artikkel 2 (pliktige unntak, omtalt ovenfor under pkt. 5.5) som oppgjørsrepresentant, noe som vil gi seg særlig utslag i varederivatmarkedet. Nord Pool anfører derfor at det bør presiseres i lovforslaget, at også foretak som omfattes av disse unntakene vil kunne være oppgjørsrepresentanter. Departementet er enig i at det kan være hensiktsmessig med en slik presisering. Etter departementets vurdering gjør dette seg særlig gjeldende sett hen til lovforslaget, hvor departementet foreslår at slik virksomhet ikke bare unntas fra kravet om tillatelse (utvalgets forslag), men også fra de øvrige bestemmelsene i lovforslaget kapittel 9 og 10 (som gjennomfører MiFIDs bestemmelser) om krav om tillatelse, vilkår for tillatelse og operasjonelle krav. jf. lovforslaget § 9-2. Departementet foreslår på denne bakgrunn at det i forslaget til ny verdipapirhandellov § 13-6 første ledd fremgår at i tillegg til verdipapirforetak og kredittinstitusjoner kan også foretak som driver virksomhet som faller inn under § 2-1 (investeringstjenester), være oppgjørsrepresentant. Forslaget har til hensikt å fange opp foretak som yter investeringstjenester, men som delvis unntas fra loven på bakgrunn av lovforslaget § 9-2 som gjennomfører MiFID artikkel 2.

8.5 Forhold til tredjeland og verdipapirforetak med hovedsete utenfor EØS-området

8.5.1 Norsk rett

Verdipapirhandelloven har regler for utenlandske verdipapirforetak med hovedsete utenfor EØS, og deres adgang til å drive virksomhet i Norge. Utvalget har redegjort for reglene i NOU 2006: 3 pkt. 5.4.1.2:

«Det følger av vphl. § 7-8 første ledd at utenlandske foretak med hovedkontor utenfor EØS-området kan gis tillatelse til å yte investerings tjenester i Norge. Slik tillatelse kan gis ved filialetablering. I særlige tilfelle kan slike foretak gis tillatelse til å yte tjenester i Norge direkte fra forretningssted utenfor EØS. For søknad om tillatelse fra slike foretak, gjelder § 7-3 første og annet ledd (om innholdet i søknaden) tilsvarende, jf. vphl. § 7-8 siste ledd.

Etter vphl. § 7-8 annet ledd kan slike foretak gis tillatelse til å yte tilknyttede tjenester etter § 8-1 dersom det kan drive tilsvarende virksomhet i sin hjemstat. Tillatelse etter første og annet ledd kan kun gis foretak som har tillatelse til å yte investeringstjenester og er underlagt betryggende tilsyn i hjemstaten, jf. vphl. § 7-8 tredje ledd.

For verdipapirforetak med hovedsete utenfor EØS-området og tillatelse etter vphl. § 7-8 gjelder alle bestemmelsene i verdipapirhandelloven, med unntak av:

1. § 7-4 dersom dette er bestemt av Kredittilsynet og tilsvarende regler følger av hjemlandets rett,
2. §§ 7-5 annet og tredje ledd, 7-6 og 7-7 samt kapittel 13
3. kapittel 12 dersom dette er bestemt av Kredittilsynet på bakgrunn av tilsynsavtale med hjemstatens myndigheter.

Det fremgår av vphl. § 7-9 tredje ledd at Kongen kan gjøre unntak fra denne paragraf der virksomheten er begrenset eller der foretakets virksomhet er regulert av tilsvarende bestemmelser fastsatt av myndighetene i foretakets hjemstat. Kompetansen er delegert til Kredittilsynet.»

8.5.2 EØS-rett

MiFID regulerer ikke forholdet til utenlandske verdipapirforetak utenfor EØS, men utvalget viser til at det er omtalt i direktivets fortale (NOU 2006: 3 pkt. 5.4.1.1):

«Forholdet mellom EØS-tillatelse og filialer av verdipapirforetak med tillatelse i tredjeland omtales slik i fortalen pkt. 28:

«The procedures for the authorisation, within the Community, of branches of investment firms authorised in third countries should continue to apply to such firms. Those branches should not enjoy the freedom to provide services under the second paragraph of Article 49 of the Treaty or the right of establishment in Member States other than those in which they are established. In view of cases where the Community is not bound by any bilateral or multilateral obligations it is appropriate to provide for a procedure intended to ensure that Community investment firms receive reciprocal treatment in the third countries concerned.»

Direktivet har imidlertid regler om at medlemsstatene skal underrette Kommisjonen om alle generelle vanskeligheter som deres verdipapirforetak møter i forbindelse med utøvelse av investeringstjenester i et tredje land. Utvalget redegjør for disse bestemmelsene (NOU 2006: 3 pkt. 5.4.2.1):

«I art. 15.2 og 15.3 gis Kommisjonen kompetanse til å iverksette forhandlingstiltak dersom verdipapirforetak fra EØS-området ikke får lik markedsadgang eller samme konkurransevilkår som innenlandske selskaper i tredjeland. Bestemmelsene angir videre Kommisjonens kompetanse til og prosedyrer for forhandlinger og tiltak. Ifølge art. 15.4 skal medlemsstatene på forespørsel fra Kommisjonen rapportere om enhver søknad om tillatelse til direkte eller indirekte datterselskap av morselskap som faller inn under det aktuelle tredjelandets lovgivning, og opplysninger som de får forelagt i tråd med art. 10 nr. 3 om et morselskaps erverv av kapitalandeler i et verdipapirforetak i EØS-området som medfører at verdipapirforetaket blir et datterselskap av. Rapporteringsplikten bortfaller når det er inngått avtale med det aktuelle tredjeland, og når det ikke lenger treffes tiltak som nevnt i art. 15.3 annet og tredje ledd.

MiFID art. 15 er en videreføring av ISD art. 7. MiFID art. 15 gjelder for Norge med de tilpasninger som følger av EØS-avtalen vedlegg IX pkt. 30ca. Tilpasningene sikrer blant annet at Norge får ta del i informasjonsutvekslingen som beskrevet i art. 15.1 og 15.4, at det skal holdes samråd om saker nevnt i art. 15.2 og 15.3 i EØS-komiteen, og at Fellesskapet i forhandling med tredjestat for å oppnå nasjonal behandling og reell markedsadgang for Fellesskapets investeringsforetak, skal søke å oppnå samme behandling for EFTA-statenes investeringsforetak. Tilsvarende tilpasninger gjaldt i forhold til ISD art. 7.»

8.5.3 Utvalgets forslag

Når det gjelder regulering av utenlandske verdipapirforetaks virksomhet i Norge (hjemmehørende utenfor EØS), foreslår utvalget (NOU 2006: 3 pkt. 5.4.1.3):

«Utvalget legger til grunn at MiFID ikke setter begrensninger for norsk regulering av verdipapirforetak med hovedsete utenfor EØS-området. Det vises til vurderingen av adgangen for utenlandske foretak med hovedkontor utenfor EØS-området til etablering i Norge i NOU 1995: 1 pkt. 4.4.9 (s. 71-72). Utvalget mener det fortsatt bør kreves tillatelse for at verdipapirforetak med hovedsete utenfor EØS-området skal kunne yte investeringstjenester i Norge og foreslår å videreføre krav til slik tillatelse, jf. lovutkastet § 9-20, som viderefører gjeldende vphl. § 7-8.

Utvalget legger i likhet med gjeldende rett til grunn at filialer av verdipapirforetak med hovedsete utenfor EØS-området med enkelte unntak skal følge samme regulering som norske foretak for sin virksomhet i Norge, jf. gjeldende vphl. § 7-9 annet ledd, og omtale i NOU 1995: 1 pkt. 5.4.12 (s. 97 flg). Lovteknisk sett foreslår utvalget å videreføre løsningen med å liste opp hvilke bestemmelser i vphl. som skal gjelde for verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat, jf. lovutkastet § 9-21 annet ledd.»

Utvalget uttaler videre at MiFID artikkel 15 utelukkende regulerer forholdet mellom norske myndigheter og Kommisjonen, og at utvalget derfor ikke anser det som hensiktsmessig å innta regler om dette i verdipapirhandelloven.

8.5.4 Høringsinstansenes merknader

Ingen høringsinstanser har hatt merknader til dette punktet.

8.5.5 Departementets vurdering

Departementet er enig i utvalgets vurderinger, og foreslår å følge opp forslaget om at det fortsatt skal kreves tillatelse for utenlandske verdipapirforetaks virksomhet her i Norge (hjemmehørende utenfor EØS) forutsatt at foretaket har tillatelse fra sitt hjemland og er underlagt betryggende tilsyn der. Som hovedregel skal slik virksomhet drives gjennom filial. Foretaket kan også få tillatelse til å yte tilknyttede tjenester i henhold til forslaget, forutsatt at det kan yte slike tjenester i hjemstaten. Det vises til lovforslaget § 9-25 første ledd.

Når det gjelder spørsmålet om hvilke regler som skal gjelde for slik virksomhet, finner departementet å slutte seg til de vurderinger som utvalget har gjort på dette punktet. Dette innebærer at slik virksomhet underlegges verdipapirhandelloven, men unntas fra særskilt angitte bestemmelser. Bestemmelsene som ikke skal gjelde er:

- lovforslaget § 9-10 om aksjeeierstruktur (forutsetter at Kredittilsynet fastsetter dette, og at tilsvarende regler følger av hjemlandets rett),
- lovforslaget § 9-22 annet og tredje ledd om filial, § 9-23 om melding om virksomhet i annen EØS-stat, § 9-24 om verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat og kapittel 16 om tilsyn med foretak hjemmehørende i EØS,
- kapittel 15 om tilsyn (forutsetter at Kredittilsynet har bestemt det på bakgrunn av tilsynsavtale med hjemstatens myndighet).

Det vises til lovforslaget § 9-26 annet ledd.

9 Regulerte markeder – regulering og organisering

9.1 Lovteknisk tilnærming

9.1.1 Norsk rett

Lov 17. november 2000 nr. 80 om børsvirksomhet m.m. (børsloven) har til formål å legge til rette for effektive, velordnede og tillitvekkende markeder for finansielle instrumenter, jf. lovens § 1-1. Markedene som reguleres av loven er børser og autoriserte markedsplasser, jf. § 1-2. Disse omfattes når de drives i Norge, jf. bestemmelsens første ledd. I tillegg omfattes også virksomhet som norsk børs eller autorisert markedsplass driver i utlandet enten gjennom filial eller ved grensekryssende virksomhet, jf. annet ledd.

Børs og autorisert markedsplass er definert i børsloven § 1-3, jf. omtale nedenfor under kapittel 9.

9.1.2 EØS-rett

MiFIDs regulering av markedsplasser er nærmere omtalt av utvalget i NOU 2006: 3 pkt. 6.1.1:

«Direktivet har i del 3, artiklene 36 til 47, bestemmelser om regulerte markeder. Det skal i medhold av art. 40, 44 og 45 fastsettes utfyllende nivå-2 regler av EU-kommisjonen, jf. omtalen i kapittel 7. Direktivets del 3 utgjør en utvidelse i forhold til reguleringen av regulerte markeder i ISD, jf. dens art. 20 og 21.

En rekke EU-direktiver på verdipapiriområdet gjelder bare for omsetning av finansielle instrumenter på regulerte markeder, for eksempel direktiv 2003/6/EF om markedsmissbruk, direktiv 2003/71/EF om prospekter og 2004/109/EF om gjennomsiktighet/rapportering. Sistnevnte direktiv er omhandlet i utredningen del 2.

For regulerte markeder der omsettelige verdipapirer opptas til «offisiell notering på fondsbørs», gjelder direktiv 2001/34/EF (opptaksdirektivet), jf. pkt. 6.2.1. For slike regulerte markeder gjelder derved både MiFID del 3 og opptaksdirektivet. Reglene i opptaksdirektivet og MiFID del 3 er delvis overlappende, men opptaksdirektivet er mer detaljert blant annet med tanke på opptaksvilkårene. Det vises til omtalen av forslaget til ny § 3-3 i kapittel 7. For regulerte markeder for øvrig (dvs. de som ikke er «official stock exchange») gjelder bare MiFID del 3.»

Det er gitt utfyllende regler i gjennomføringsforordningen (artiklene 17-20, 27-30, 32-37) til MiFIDs regler om regulerte markeder.

9.1.3 Utvalgets forslag

Utvalget har drøftet den lovmessige plasseringen av gjennomføring av MiFIDs regler om regulerte markeder. Slik utvalget ser det, foreligger det to realistiske alternativer. Det første innebærer at reglene gjennomføres i en egen børslov, mens det andre alternativet innebærer at reglene tas inn i utkastet til ny lov om verdipapirhandel. Utvalget konkluderer med at det mest hensiktsmessige vil være å videreføre dagens skille mellom børslov og verdipapirhandellov, slik at regler for regulerte markeder følger av utkast til ny lov om regulerte markeder (forkortet børsloven). Utvalget viser til at dersom reglene om regulerte markeder også skulle ha fremgått av utkast til ny verdipapirhandellov, ville loven blitt uhensiktsmessig omfattende.

Utvalget har også drøftet systematikken i utkastet til ny lov om regulerte markeder (NOU 2006: 3 pkt. 6.1.3.2):

«Børsloven inneholder i dag regler om virksomhet som børs og autorisert markedsplass. Loven er delt i fire deler:

- Del 1. Innledende bestemmelser
- Del 2. Børs
- Del 3. Autoriserte markedsplasser
- Del 4. Fellesbestemmelser

Del 1 inneholder regler om virkeområde, tillatelse mv. I lovens del 3 (om autoriserte markedsplasser) vises det i stor grad til reguleringen i del 2 (om børser), jf. § 6-8. I tillegg innholder del 3 enkelte særregler for autoriserte markedsplasser. Den fullstendige reguleringen for autoriserte markedsplasser fremkommer derved når en sammenholder del 2 og 3. I del 4 er det gitt fellesregler for børser og autoriserte markedsplasser om tilsyn, klage, sanksjoner mv.

Utvalget har vurdert hvordan direktivets del 3 systematisk bør gjennomføres i norsk rett. Et alternativ er å videreføre børslovens system. En annen tilnærming er å gi fellesregler

for begge typer regulerte markeder (dvs. børser og autoriserte markedsplasser) først, og til slutt i børsloven innta særbestemmelsene for børser etter følgende mønster:

- Del 1. Innledende bestemmelser
- Del 2. Fellesregler for begge typer regulerte markeder
- Del 3. Tilleggs/spesialregler for børser
- Del 4. Tilsyn og sanksjoner (fellesbestemmelser)

Fellesreglene i del 2 vil, foruten gjennomføringsbestemmelsene, inneholde dagens regler for børser og autoriserte markedsplasser som synes hensiktsmessig å videreføre. Tilsvarende vil del 3 om børser inneholde gjeldende regler som det synes hensiktsmessig å videreføre, samt bestemmelsene som gjennomfører direktiv 2001/34/EF (opptaksdirektivet).

Det er etter utvalgets syn flere fordeler med sistnevnte tilnærming. For det første vil reguleringen av regulerte markeder fremstå som mer ryddig, blant annet ved at bestemmelsene i del 2 som utgangspunkt også vil gjelde for børser. Børslovens utgangspunkt er det motsatte, jf. § 6-8. Videre vil en ved gjennomføringen kunne benytte seg av direktivets systematikk i større grad, noe som kan være en fordel når nivå-2 reguleringen skal gjennomføres, trolig i det vesentligste i forskrift.

Utvalget legger videre til grunn at forskriftene til gjeldende børslov videreføres med vedtagelsen av en ny børslov. Utvalget viser til at det vil være behov for endringer og presiseringer som følge av utfyllende EØS-regler.

9.1.4 Høringsinstansenes merknader

Justisdepartementet har enkelte lovtekniske merknader til utvalgets utkast til lov om regulerte markeder.

Norges Bank slutter seg til utvalgets forslag til systematisk oppbygging av lovutkastet.

Ingen av de øvrige høringsinstansene har merknader til utvalgets forslag.

9.1.5 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at bestemmelsene om regulerte markeder plasseres i en egen lov om regulerte markeder, som vil erstatte gjeldende børslov. Det vises til utvalgets begrunnelse som departementet slutter seg til. Departementet foreslår imidlertid enkelte endringer i utvalgets forslag til oppbygging av loven, slik at loven deles inn i kapitler i stedet for deler. Regler om regulerte markeder følger av lovforslaget kapittel

2 til 5, mens særregler for regulerte markeder som er børs, gis i lovforslaget kapittel 6. I tillegg foreslår departementet at paragrafene i loven nummereres løpende, og ikke kapittelvis slik utvalget har lagt opp til.

Departementet vil komme tilbake med konkrete forslag til forskrifter som er nødvendige for å gjennomføre EØS-reglene om regulerte markeder, og i den anledning vil det også vurderes nærmere hvilke gjeldende forskrifter som er gitt med hjemmel i børsloven som bør videreføres i ny lov.

9.2 Definisjon, virkeområde og tillatelse

9.2.1 Norsk rett

Utvalget har redegjort for norsk rett i NOU 2006: 3 pkt. 6.2.2:

«Med «regulert marked» menes etter norsk rett foretak med tillatelse som børs eller autorisert markedsplass, jf. børsloven § 2-1 fjerde ledd. Det nærmere innholdet i begrepet «regulert marked» er ikke definert i børsloven eller vphl. (jf. dog vphl. § 2-1 tredje ledd siste punktum som viser til ISD art. 1 nr. 13, samt verdipapirfondloven § 4-6). Inntil vedtagelsen av børsloven inneholdt vphl. § 1-3 en definisjon av regulert marked som tilsvarte ISD art. 1 nr. 13. Denne ble erstattet av definisjonene av hhv. børs og autorisert markedsplass i børsloven. [5]

Den nærmere reguleringen av børser og autoriserte markedsplasser følger av børsloven med forskrifter. Formålet til børsloven er å legge til rette for «effektive, velordnede og tillitsvekkende markeder for finansielle instrumenter», jf. § 1-1. Loven gjelder for virksomhet som børs eller autorisert markedsplass i Norge, herunder slik virksomhet som drives i utlandet gjennom filial eller ved grenseoverskridende virksomhet, jf. § 1-2.

Børs og autorisert markedsplass er definert i børsloven § 1-3:

«Med autorisert markedsplass menes foretak som organiserer eller driver et marked for finansielle instrumenter der det legges til rette for handel ved regelmessig og offentlig kursnotering av finansielle instrumenter.

Med børs menes foretak som organiserer eller driver et marked for finansielle instrumenter der det legges til rette for handel ved regelmessig og offentlig kursnotering og opptak av finansielle instrumenter til børsnotering i overensstemmelse med kravene i § 5-6 med forskrifter.»

Kravene til kursnotering og opptak av finansielle instrumenter til notering følger av børsloven §§ 5-3 og 5-6, samt børsforskriften, jf. kapittel 7. Det nærmere innholdet av definisjonen av «børs» og «autorisert markedsplass» er drøftet i NOU 1999: 3 (børsloven) kapittel 16 og 22.

Etter børsloven § 2-1 første ledd kreves det tillatelse fra departementet for å drive virksomhet som børs eller autorisert markedsplass. De nærmere kravene til søknaden fremkommer av § 2-2. Børs- og autorisert markedsplassvirksomhet kan kun drives av «foretak», nærmere bestemt allmennaksjeselskap, jf. §§ 3-1 og 6-1. Det er kun foretak med tillatelse etter børsloven som kan benytte betegnelsene «børs» og «autorisert markedsplass», jf. § 2-1 tredje ledd. Etter bestemmelsens fjerde ledd kan ikke foretak uten tillatelse som børs eller autorisert markedsplass, benytte betegnelsen «regulert marked», dersom dette er egnet til å gi inntrykk av at foretaket har konsesjon etter børsloven.

Tillatelsen til å drive virksomhet som børs eller autorisert markedsplass kan trekkes tilbake etter bestemmelsen i børsloven § 2-3. Tilsyn med børs og autorisert markedsplass forstås av Kredittilsynet, jf. børsloven kapittel 8 og kredittilsynsloven § 1. Det vises til omtalen av tilsynsmyndigheten i kapittel 9.

Det er i børsloven § 2-4 gitt regler om sammenslåing og deling av børs mv. Etter bestemmelsens første ledd første punktum skal vedtak om fusjon/fisjon meldes «departementet minst tre måneder før vedtaket gjennomføres». Tilsvarende gjelder ved vesentlige avhendelser av børsens konsesjonspliktige virksomhet, jf. annet punktum. Kongen skal i tilstilfeller avgjøre om en avhendelse omfatter en vesentlig del av virksomheten. Innen tre måneder fra den dag melding er mottatt, kan departementet nekte en sammenslåing, deling eller avhendelse, eventuelt sette vilkår for transaksjonen eller endre den konsesjon som foreligger, jf. fjerde punktum. Børsloven § 2-4 er omtalt i NOU 1999: 3 (børsloven) kapittel 19.4.

Etter børsloven § 2-5 kreves tillatelse fra departementet der norsk børs eller autorisert markedsplass skal drive virksomhet i utlandet gjennom datterselskap eller filial, jf. § 1-2 annet ledd. Det vises til NOU 1999: 3 (børsloven) side 260.»

Departementet har ikke merknader til utvalgets fremstilling av gjeldende rett.

9.2.2 EØS-rett

Regulert marked er definert i MiFID artikkel 4 nr 1 (14). Direktivets artikkel 36 stiller nærmere krav

om tillatelse, vilkår for tillatelse og søknadsprosedyrer. Utvalget har redegjort for disse bestemmelsene (NOU 2006: 3 pkt. 6.2.1):

«Etter MiFID art. 36 nr. 1 skal medlemslandene forbeholde tillatelse som regulert marked til systemer som etterkommer vilkårene i direktivets del 3:

«1. Member States shall reserve authorisation as a regulated market to those systems which comply with the provisions of this Title.»

Bestemmelsen stiller krav om tillatelse i nasjonal rett for utøvelse av virksomhet som regulert marked. Definisjonen av et regulert marked følger av art. 4 nr. 1 pkt. 14:

«Regulated market» means a multilateral system operated and/or managed by a market operator, which brings together or facilitates the bringing together of multiple third-party buying and selling interests in financial instruments - in the system and in accordance with its non-discretionary rules - in a way that results in a contract, in respect of the financial instruments admitted to trading under its rules and/or systems, and which is authorised and functions regularly and in accordance with the provisions of Title III;»

Et regulert marked er etter definisjonen et multilateralt system for matching av kjøps- og salgsinteresser for finansielle instrumenter. Etter fortalen skal «buying and selling interest» forstås vidt, jf. pkt. 6. Begrepet «system» er utdypet i fortalen til direktivet, jf. samme referanse:

«The term «system» encompasses all those markets that are composed of a set of rules and a trading platform as well as those that only function on the basis of a set of rules.»

Etter definisjonen i art. 4 nr. 1 pkt. 14 skal ordrematchingen på et regulert marked skje «in the system» og «in accordance with its non-discretionary rules». Begrepene er utdypet i fortalen pkt. 6 (det som er sagt om MHF gjelder tilsvarende for regulert marked):

«The requirement that the interests be brought together in the system by means of non-discretionary rules set by the system operator means that they are brought together under the system's rules or by means of the system's protocols or internal operating procedures (including procedures embodied in computer software). The term «non-discretionary rules» means that these rules leave the investment firm operating an MTF with no discretion as to how interests may interact. The definitions require that interests be brought together in such a way as to result in a contract, meaning

that execution takes place under the system”s rules or by means of the system”s protocols or internal operating procedures.»

Det er etter direktivet ikke noe krav om at det regulerte markedet driver systemet for ordrematching, jf. fortalen pkt. 6. Et regulert markeds ordrematchingssystem skal være multilateralt, noe som betyr at bilaterale ordninger faller utenfor, jf. fortalen pkt. 6:

«The definitions should exclude bilateral systems where an investment firm enters into every trade on own account and not as a riskless counterparty interposed between the buyer and seller.»

Definisjonen av regulert marked er relativt lik definisjonen av MHF, jf. pkt. 6.2.3.1. På et regulert marked vil likevel finansielle instrumenter være «admitted to trading», jf. definisjonen og art. 40 omtalt i kapittel 7. Omsetningen på et regulert marked skal videre fungere regelmessig. Det fastsettes derved en nedre grense for leilighetsvis markedsplassvirksomhet, for eksempel enkeltauksjoner. Det vises til pkt. 6.2.3.1 for en nærmere drøftelse av begrepene «regulert marked» og «MHF».

Etter MiFID skilles det mellom markedsoperatør og regulert marked, jf. art. 4 nr. 1 pkt. 13 og 14. En markedsoperatør er en person/personer som «manages and/or operates the business of a regulated market». Det er presisert at denne/disse personene kan være det regulerte markedet, jf. art. 4 nr. 1 pkt. 13. Dersom markedsoperatøren og det regulerte markedet er to atskilte juridiske personer, skal det i nasjonal rett fastsettes regler om ansvaret til henholdsvis markedsoperatøren og det regulerte markedet når det gjelder etterlevelse av direktivets bestemmelser, jf. 36 nr. 1 tredje ledd. Medlemsstatene skal etter art. 36 nr. 3 første ledd sikre at en markedsoperatør er ansvarlig for at sitt/sine regulerte marked/er etterlever sine forpliktelser. Rettighetene som tilkommer operatøren skal videre kunne utøves av denne, jf. annet ledd.

Det er ved MiFID ikke gjort endringer i direktiv 2001/34/EF (opptaksdirektivet) som etter vedtagelsen av direktiv 2004/109/EF (transparency), gjelder «official stock exchange listing», jf. fortalen pkt. 57 første setning:

«The provisions of this Directive concerning the admission of instruments to trading under the rules enforced by the regulated market should be without prejudice to the application of Directive 2001/34/EC of the European Parliament and of the Council of 28 May 2001 on the admission of securities to official stock

exchange listing and on information to be published on those securities(14).»

Regulerte markeder er etter MiFID underlagt tilsyn. Tillatelse som regulert marked skal etter art. 36 nr. 1 annet ledd kun gis der den kompetente tilsynsmyndigheten er tilfreds («satisfied») med hensyn til at markedsoperatøren og systemene til det regulerte markedet i det minste er i overensstemmelse med kravene i direktivets del 3. Vilkårene i del 3 er minimumskrav for så vidt gjelder utstederforetakets forpliktelser vis-à-vis et regulert marked, jf. kapittel 7 og fortalens pkt. 57 annen setning:

«A regulated market should not be prevented from applying more demanding requirements in respect of the issuers of securities or instruments which it is considering for admission to trading than are imposed pursuant to this Directive.»

Markedsoperatøren/det regulerte markedet skal gi tilsynsmyndigheten all relevant informasjon som er nødvendig for å avgjøre om konsesjon skal gis, jf. art. 36 nr. 1 fjerde ledd:

«The operator of the regulated market shall provide all information, including a programme of operations setting out inter alia the types of business envisaged and the organisational structure, necessary to enable the competent authority to satisfy itself that the regulated market has established, at the time of initial authorisation, all the necessary arrangements to meet its obligations under the provisions of this Title.»

I følge art. 36 nr. 2 skal medlemsstatene kreve at markedsoperatøren/det regulerte markedet, utfører de oppgaver som er forbundet med dets organisering og drift under den kompetente myndighetens tilsyn, jf. første punktum. Videre skal medlemsstatene kreve at tilsynsmyndigheten jevnlig vurderer/kontrollerer etterlevelsen av bestemmelsene som gjennomfører direktivets del 3, samt at vilkårene for den opprinnelige tillatelsen blir overholdt, jf. annet og tredje punktum.

Etter direktivet art. 36 nr. 4 skal norsk rett gjelde for omsetningen på «norske» regulerte markeder, hensyntatt lovvalgsreglene som følger av direktiv 2003/6/EF (markedsmissbruksdirektivet), jf. vphl. dagens § 2-1.

Det er i art. 36 nr. 5 gitt regler om tilbakekall av tillatelse. Bestemmelsen tilsvarer langt på vei art. 8 som gjelder for verdipapirforetak. Art. 36 nr. 5 lyder:

«The competent authority may withdraw the authorisation issued to a regulated market where it:

(a) does not make use of the authorisation within 12 months, expressly renounces the authorisation or has not operated for the preceding six months, unless the Member State concerned has provided for authorisation to lapse in such cases;

(b) has obtained the authorisation by making false statements or by any other irregular means;

(c) no longer meets the conditions under which authorisation was granted;

(d) has seriously and systematically infringed the provisions adopted pursuant to this Directive;

(e) falls within any of the cases where national law provides for withdrawal.»

Det er, som det fremgår, anledning til å fastsette andre bortfallsgrunner i nasjonal rett, jf. bokstav e).

Etter art. 47 skal en medlemsstat nedtegne (og oppdatere) en liste over de regulerte markeder som den er hjemland for. Listen skal sendes til andre medlemsland og kommisjonen. Minst en gang i året vil kommisjonen offentliggjøre en liste over alle regulerte markeder i EØS-området i Den Europeiske Unions Tidende. En tilsvarende plikt fulgte av ISD.

MiFID del 3 inneholder ikke særskilte regler om grenseoverskridende virksomhet, jf. art. 31 flg. som gjelder for verdipapirforetak. Dette innebærer at det er de alminnelige EØS-reglene om diskriminering, etableringsrett mv. som gjelder for regulerte markeder og markedsoperatører.»

9.2.3 Utvalgets forslag

Virkeområde

Utvalget foreslår en egen bestemmelse om virkeområde i utkastet til børslov § 1-2. Utvalget viser i den forbindelse til at direktivet ikke inneholder en tilsvarende eksplisitt regel om virkeområdet til bestemmelsene i direktivets del 3, og uttaler videre (NOU 2006: 3 pkt. 6.2.3.1):

«Etter art. 36 nr. 1 skal hver medlemsstat forbeholde tillatelse som regulert marked til visse systemer. Det kan reises spørsmål om hva som ligger i direktivets vilkår på dette punktet. Trolig må det i nasjonal rett kunne oppstilles et krav om konsesjon slik som etter dagens børslov, jf. pkt. 6.2.3.3 under. Videre skal nasjonal rett gjelde for transaksjoner på regulerte markeder, jf. art. 36 nr. 4. Det synes derved klart at et medlemslands rett skal gjelde der landet er «home Member State». En medlemsstat vil være hjemstat for de foretak som har sitt vedtektsfestede sete/forretningskontor i staten.

Utvalget antar på denne bakgrunn at børslovens virkeområde kan videreføres ved gjennomføringen av direktivet jf. lovutkastet § 1-2 første ledd:

«Loven gjelder virksomhet som regulert marked, herunder børs, i Norge. Lovens del 3 gjelder kun for børser.»

I forslaget er det presisert at lovens del 3 kun kommer til anvendelse på børser. Utgangspunktet blir derved at børsloven gjelder for virksomhet som regulert marked i Norge, samt i utlandet gjennom filial eller datterselskap (jf. ny § 1-2 annet ledd om sistnevnte). For øvrig vil EØS-avtalens alminnelige bestemmelser om etableringsrett mv. gjelde for regulerte markeder i EØS-området (med de spesialreglene som gjelder for fjernmedlemskap, jf. kapittel 7).»

Definisjoner

Utvalget foreslår videre en egen bestemmelse som definerer regulert marked i utkastet § 1-3 første ledd. Utvalget viser til at den foreslåtte bestemmelsen vil gjennomføre direktivets artikkel 4 nr. 1 (14), og gjentar «de vesentligste elementene» av direktivets definisjon under hensyn til dagens terminologi i børsloven (NOU 2006: 3 pkt. 6.2.3.2):

«Etter forslaget til definisjon er et regulert marked et «foretak». Dette samsvarer med børsloven i dag hvorved børs og autorisert markeds plass er «foretak». Skillet mellom regulert marked og markedsoperatør bør etter utvalgets syn ikke innføres i norsk rett, jf. pkt. 6.2.3.4 under. Et regulert marked skal etter forslaget «organisere og drive et multilateralt system». Dette er i tråd med direktivets definisjon i art. 4 nr. 1 pkt. 14. Begrepet «system» skal etter pkt. 6 i fortalen til direktivet forstås vidt:

«The term «system» encompasses all those markets that are composed of a set of rules and a trading platform as well as those that only function on the basis of a set of rules.»

Det er etter definisjonen ikke noe krav om at det regulerte markedet driver handelssystemet som benyttes for å gjennomføre omsetningen. I handelssystemet skal kjøps- og salgsinteresser matches i rettslig bindende kontrakter, jf. pkt. 6 i fortalen:

«The definitions require that interests be brought together in such a way as to result in a contract, meaning that execution takes place under the system's rules or by means of the system's protocols or internal operating procedures.»

Utvalget foreslår at regulerte markeder «organiserer eller driver» systemet for omset-

ning. Dette er en videreføring av gjeldende rett. Vilkåret er omtalt i NOU 1999: 3 (børsloven) pkt. 16.2.2.:

«At lovutkastets definisjon av børsvirksomhet omfatter organisering eller drift av marked er ikke til hinder for at deler av virksomheten rent faktisk kan utføres av andre enn børsen på børsens vegne. En forutsetning for dette er at det er børsen som har kontroll over og ansvaret for også denne del av børsvirksomheten. For eksempel må en børs kunne engasjere andre foretak til å utføre teknisk driftsstøtte til handelssystemet, eller utarbeide rapporter om aksjeselskaper som søker notering på børsen. Noe krav om at børsen eier de handelssystem noteringene drives i, er det heller ikke så lenge den har avtaler som sikrer oppfyllelse av og kontroll med konsesjonsvilkårene.»

Når det gjelder kjøp og salg av finansielle instrumenter i regulerte markeds handelssystemer, foreslår utvalget at børslovens terminologi «legges til rette for» omsetning videreføres. Direktivet er på dette punktet noe mer utførlig, men rettslig sett antas det ikke å være noen forskjell. Etter definisjonen skal omsetningen være «regelmessig», jf. direktivets «functions regularly». Dette er også et vilkår etter gjeldende rett. All den tid det etter den norske definisjonen skal finne sted «omsetning», er det ikke nødvendig å innta direktivets vilkår om «third-party buying and selling interest».

Et regulert marked vil etter definisjonen ha opptaks- og handelsregler. Disse skal være ikke-diskresjonære/ufravikelige, noe som blant annet betyr at en utsteder (eller annen person som søker om opptak til handel) tilfredsstiller søknadsvilkårene skal ha rett til opptak. Videre skal ordre som legges inn i systemet i tråd med handelsreglene, som utgangspunkt effektueres uten nærmere kontroll/innflytelse fra markedet. Dette betyr imidlertid ikke at et regulert marked er forhindret fra å ha opptaksregler med skjønnsmessige vilkår. Nærmere krav til opptaksreglene vil følge av børsloven med forskrifter, jf. art. 40. Et regulert markeds handelsregler vil som utgangspunkt fastsettes av markedet selv, jf. art. 39 bokstav d).»

Utvalget foreslår at begrepet regulert marked også defineres i utkastet til ny verdipapirhandellov § 2-4, da flere av bestemmelsene i dette lovutkastet kun gjelder for omsetning på slikt marked.

Utvalget foreslår at det skal sondres mellom regulert marked og børs, jf. utkastet til § 1-3 annet ledd. Utvalget foreslår at børs defineres som «regulert marked med tillatelse etter denne lovs § 3-1». Utvalget viser til at sontringen innebærer at børs alltid vil være regulert marked, mens regulert mar-

ked ikke nødvendigvis vil være en børs. Utvalget foreslår samtidig å oppheve gjeldende definisjon av børs, slik at denne ikke videreføres i utkastet til ny børslov. Utvalget har for øvrig ikke funnet grunn til å videreføre betegnelsen «autorisert markeds-plass». Utvalget viser til at fellesskapsretten ikke opererer med et tilsvarende begrep.

Utvalget viser for øvrig til at MiFID opererer med et skille mellom markedsoperatør og regulert marked, jf. artikkel 4 nr. 1 (13) og (14), og at norsk rett ikke har et tilsvarende skille. MiFID krever ikke at det innføres et slikt skille, og utvalget finner ikke grunn til å foreslå en endring i gjeldende rett på dette punktet. Det vises til utvalgets omtale av dette i NOU 2006: 3 pkt. 6.2.3.4.

Forholdet mellom regulert marked og multilaterale handelsfasiliteter

Utvalget drøfter videre forskjellen mellom regulert marked og såkalte multilaterale handelsfasiliteter (MHF'er). Drift av multilaterale handelsfasiliteter skal i henhold til MiFID og utkastet til ny verdipapirhandellov regnes som en investeringstjeneste, som bare kan drives av verdipapirforetak eller regulert marked med tillatelse etter utkastet til ny verdipapirhandellov. Utvalget uttaler (NOU 2006: 3 pkt. 6.2.3.3):

«Definisjonene av regulert marked og MHF er relativt like, jf. art. 4 nr. 1 pkt. 14 og 15. Bakgrunnen for dette er at regulerte markeder og MHF representerer den samme «organised trading functionality», jf. pkt. 6 i fortalen. I vphl. ny § 2-5 første ledd foreslår utvalget MHF definert som følger:

«Med multilateral handelsfasilitet (MHF) menes et multilateralt system der det legges til rette for omsetning av finansielle instrumenter i samsvar med ufravikelige regler og kravene fastsatt i denne lov med forskrifter»

Definisjonen er omtalt i utredningen pkt. 8.1.3.1.

Både investeringstjenesten drift av MHF og virksomhet som regulert marked, vil kreve tillatelse, jf. forslag til vphl. § 9-1 og børsloven §§ 2-1 og 3-1. Et regulert marked vil derved skille seg fra en MHF ved at tillatelsen vil bli gitt i medhold av ulike regler, og ved at kravene som lovgiver stiller til virksomheten vil være forskjellige.

Etter forslaget til definisjon av henholdsvis regulert marked og MHF vil førstnevnte fungere «regelmessig». I tillegg vil et regulert marked ha regler om «opptak til handel av finansielle instrumenter». På den ene siden er det klart at en MHF ikke behøver å fungere regel-

messig eller ha regler om opptak til handel. På den annen side oppstiller ikke direktivet noe forbud mot at en MHF oppfyller vilkårene. Utvalget antar på denne bakgrunn at en MHF kan bedrive den samme virksomheten som et regulert marked. Rettsvirkningene av å inneha den ene eller den andre tillatelsen, vil derimot være ulik. Det vises til omtale i utredningen pkt. 8.1.3.2.

Etter direktivet art. 36 nr. 1 skal medlemsstatene «reserve authorisation as a regulated market to those systems which comply with the provisions of this Title». Den danske versjonen av art. 36 nr. 1 lyder

«1. Medlemsstaterne meddeler alene de systemer på deres område, som opfylder bestemmelse i dette afsnit, tilladelse til at udøve virksomhed som et reguleret marked.»

Art. 36 nr. 1, jf. art. 4 nr. 1 pkt. 16, innebærer at et system/foretak som bedriver virksomhet som regulert marked, må ha tillatelse som sådan. Bestemmelsen er foreslått gjennomført i børsloven ny § 2-1 første ledd. Art. 36 nr. 1 og børsloven ny § 2-1 første ledd kan imidlertid ikke leses som et forbud for MHF til å drive samme virksomheten som et regulert marked. Den som driver MHF vil imidlertid ikke gis tillatelse som regulert marked uten å søke om konsesjon etter børsloven.»

Krav om tillatelse for regulerte markeder

Av utkastet til ny børslov §§ 2-1 og 2-2 fremgår det et krav om tillatelse for å drive regulert marked (§ 2-1), samt nærmere krav til søknaden og søknadsprosedyren (§ 2-2). Utvalget har også foreslått en egen bestemmelse om bortfall, endring og tilbakekall av tillatelse i utkastet § 2-3. Utvalgets forslag på disse punktene er nærmere omtalt i NOU 2006: 3 pkt. 6.2.3.5:

«Utvalget foreslår at gjeldende regler om tillatelse i børsloven § 2-1 videreføres med enkelte endringer. Som i dag bør kompetansen etter bestemmelsen ligge hos departementet, jf. art. 36 nr. 1 annet ledd og art. 50 som åpner for at det kan være flere «competent authorities». Etter første ledd i forslaget kan virksomhet som regulert marked bare drives av foretak som har tillatelse fra departementet. Gitt innføringen av begrepet «regulert marked» må dagens tredje ledd i § 2-1 endres noe. Utvalget foreslår at bestemmelsen flyttes til § 1-3 tredje ledd, samt at betegnelsene «regulert marked» og «børs» beskyttes, jf. forslaget. Bruk av betegnelsene «regulert marked» og «børs» vil derved være forbeholdt foretak med tillatelse som sådan. På bakgrunn av den nye definisjo-

nen av regulert marked i § 1-3 første ledd, foreslår utvalget at dagens § 2-1 fjerde ledd strykes.

Reglene om søknad om tillatelse som regulert marked bør, som i dag, følge av § 2-2. Utvalget foreslår her kun små endringer. Det presiseres for ordens skyld at bestemmelsen også vil gjelde ved søknad om tillatelse som børs, jf. forslaget til ny § 3-1 første ledd. Børsloven § 2-3 om bortfall, endring og tilbakekall av tillatelse bør etter utvalgets vurdering også videreføres. Bestemmelsen oppfyller art. 36 nr. 5, og angir to ytterligere grunner for endring/tilbakekall mv., jf. annet ledd bokstav e) og f).»

Sammenslåing av børs, virksomhet i utlandet mv.

Utvalget foreslår å videreføre §§ 2-4 og 2-5 i gjeldende børslov, om henholdsvis sammenslåing og deling av børs og tillatelse til å drive virksomhet i utlandet (NOU 2006: 3 pkt. 6.2.3.6):

«Gjeldende børslov § 2-4 inneholder regler om sammenslåing og deling av børs. I NOU 1999: 3 (børsloven) drøftes det om tilsvarende krav bør gjelde for autoriserte markedsplasser, jf. side 231:

«Utvalget har vurdert, og kommet til at det ikke bør fastsettes krav om myndighetsgodkjenning ved sammenslåing og deling av foretak som driver virksomhet i henhold til konsesjon som autorisert markedsplass. Regulerte markedsplasser kan ikke antas å få tilsvarende samfunnsmessige betydning som børser. Utvalget viser til at verdipapirforetak ikke er underlagt slike godkjenningskrav I det regulerte markedsplasser ikke foreslås underlagt konsesjonsplikt, vil det heller ikke være like avgjørende å overvåke oppfyllelsen av konsesjonsvilkår i en slik overgangsprosess, slik tilfellet vil være ved deling og sammenslåing av et børsforetak.»

I NOU 1999: 3 ble det ikke foreslått å stille krav om tillatelse for virksomhet som autorisert markedsplass. Etter det utvalget kan se var dette en av begrunnelsene for at gjeldende § 2-4 ble foreslått å komme til anvendelse på autoriserte markedsplasser. All den tid børsloven oppstiller et vilkår om tillatelse for autoriserte markedsplasser, antar utvalget at § 2-4 bør gjelde generelt for regulerte markeder, jf. forslaget. Utvalget kan ikke se at spørsmålet er nærmere vurdert i Ot.prp. nr. 73 (1999-2000), jf. pkt. 5.4.4.

Etter børsloven § 2-5 kreves tillatelse fra departementet der norsk børs eller autorisert markedsplass skal drive virksomhet i utlandet gjennom datterselskap eller filial, jf. § 1-2 annet ledd. Det vises til NOU 1999: 3 side 260. Utvalget foreslår at børsloven § 2-5 i det vesentligste videreføres, jf. lovutkastet.»

Liste over regulerte markeder og lovvalg

Utvalget viser til at direktivets bestemmelser som pålegger medlemsstatene å føre en liste over regulerte markeder og lovvalg, kun retter seg mot medlemsstatene. Av den grunn er det ikke nødvendig å gjennomføre dette særskilt i norsk rett, jf. utvalgets omtale av dette i NOU 2006: 3 pkt. 6.2.3.7.

9.2.4 Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet har enkelte merknader til den foreslåtte definisjonen av regulert marked:

«Etter Kredittilsynets vurdering er utk. børsloven § 1-3 førte ledd litt fremmed med rekkefølgen: (Kredittilsynets kursivering):

«..legges til rette for regelmessig omsetning og opptak til handel av ..»,

og at det kan være litt uklart hvilke av de øvrige kriterier som refererer seg til omsetning og om de også refererer til opptak, herunder kriteriet

«..ufravikelige..».

Kredittilsynet antar at reglene i utk. børsloven § 2-21 ikke forutsetter ufravikelige opptakskrav. Dette synes også å være utvalgets syn, jf. utredningen s. 119 første spalte nest siste avsnitt.

En alternativ formulering av definisjonen i børsloven § 1-3 første ledd av regulert marked kan for eksempel være:

Med regulert marked menes foretak som beslutter opptak til notering av finansielle instrumenter til eget (regulert) marked i samsvar med § 2-21, og som organiserer og driver et multilateralt system der det legges til rette for regelmessig omsetning av disse noterte instrumentene i samsvar med markedets egne ufravikelige regler og kravene fastsatt i (denne) lov og forskrifter.»

Kredittilsynet uttaler også:

«Utvalget foreslår et forbud mot å benytte betegnelsene «regulert marked» eller «børs» dersom bruken er egnet til å gi inntrykk av at foretaket har tillatelse etter loven. Etter Kredittilsynets syn kan kriteriet «..egnet til å gi inntrykk av» etter omstendighetene være litt uklart. I praksis har Kredittilsynet hatt enkelte saker om dette, og formålet må være å avskjære all mulig usikkerhet i markedet, der også hensynet til vanlige mennesker er relevant.

Det vil gi et bevismessig og retts teknisk enklere praktiserbart kriterium dersom «dersom bruken er egnet til å gi inntrykk av..» erstattes med

«med mindre det fremtrer som åpenbart at foretaket verken har tillatelse etter loven eller driver virksomhet som krever tillatelse iht. loven.»

Utvalget legger på side 120 første spalte til grunn at det ikke gjelder et krav om at en MHF må fungere regelmessig. Kredittilsynet er ikke overbevist om at det for MHF ikke gjelder ett eller annet krav om at en MHF må fungere regelmessig. Kredittilsynet viser særlig til at verdipapirforetak generelt er underlagt kravene i utk. vphl. § 9-11 der det i nr. 3 kreves at verdipapirforetaket

«treffer rimelige tiltak som skal sikre kontinuitet og regelmessighet i investerings-tjenestevirksomheten, herunder ha nødvendige systemer, ressurser og prosedyrer»,

og at det i utk. vphl. § 9-5 og utk. vphl. § 11-1 første ledd uttrykkelig er henvist til at utk. vphl.

§ 9-11 gjelder for MHF. Dette betyr at bestemmelsen gjelder for så vel verdipapirforetak som regulert marked som driver MHF.

Hensynet til investorbeskyttelse trekker i retning av et generelt krav om forutberegnelighet mht. «åpningstid», og derfor også et krav om «regelmessighet». Et viktig moment er at en MHF kan ta opp til handel finansielle instrumenter som ikke er notert på, eller handles på andre regulerte markeder eller MHF'er. Ut fra et investorsynspunkt kan det være lite forenlig med hensynet til å ivareta markedets integritet og investorenes tillit til verdipapirmarkedet om det ikke stilles krav til forutberegnelighet mht. når MHF'en er åpen for handel.

Et viktig hensyn i MiFID er likevel også å stimulere økt konkurranse, også på markedsplassiden. MHF er en ny investeringstjeneste som får anvendelse også for instrumenter som ikke tidligere ble definert som finansielle instrumenter. Det kan være vanskelig nå å ha noe klart bilde på hvordan markeder for alle slike instrumenter vil fungere i praksis, og hvordan markeder generelt vil utvikle seg, i forhold til et vilkår om regelmessighet.»

Advokatforeningen har merknader knyttet til direktivets definisjon av regulert marked, og utvalgets forslag til gjennomføring av denne i norsk rett:

«Definisjonen i lov om regulerte markeder § 1-3 lyder som følger:

Med regulert marked menes foretak som organiserer eller driver et multilateralt system der det legges til rette for regelmessig omsetning og opptak til handel av finansielle instrumenter i samsvar med markedets ufravikelige regler og kravene fastsatt i denne lov med forskrifter.

Dette antas ikke å være i tråd med definisjonen i MiFID artikkel 4(14) som lyder som følger:

14) «Regulated market» means a multilateral system operated and/or managed by a mar-

ket operator, which brings together or facilitates the bringing together of multiple third-party buying and selling interests in financial instruments - in the system and in accordance with its non-discretionary rules - in a way that results in a contract, in respect of the financial instruments admitted to trading under its rules and/or systems, and which is authorised and functions regularly and in accordance with the provisions of Title III;

Som det fremgår er Direktivets krav at handelen skal skje i tråd med «non-discretionary rules», hvilket antas ikke å være det samme som at reglene må være ufravikelige. Man kan godt ha handelsregler som er fravikelige, men der fravikelsen ikke er diskresjonær/skjønnsbasert, men knyttet til nærmere definerte vilkår og betingelser.

Som vi også kommer tilbake til senere, er termen «non-discretionary» i MiFID ment å avgrense MTF'er og regulerte markeders regelbaserte slutninger mot de frie/ skjønnsmessige («vilkårlige») slutningsprosedyrene som kjennetegner tradisjonell megling i handelen med finansielle instrumenter. Dette følger av fortalen pkt (6):

The term «buying and selling interests» is to be understood in a broad sense and includes orders, quotes and indications of interest. The requirement that the interests be brought together in the system by means of non-discretionary rules set by the system operator means that they are brought together under the system's rules or by means of the system's protocols or internal operating procedures (including procedures embodied in computer software). The term «non-discretionary rules» means that these rules leave the investment firm operating an MTF with no discretion as to how interests may interact. The definitions require that interests be brought together in such a way as to result in a contract, meaning that execution takes place under the system's rules or by means of the system's protocols or internal operating procedures.

Generelt synes det som om Utvalget flere steder har feilimplementert dette kriteriet («non-discretionary») når dette vekselvis oversettes som «faste regler» og vekselvis som «ufravikelige regler». Begrepet «faste regler» er sannsynligvis bedre for å få frem meningen bak Direktivet, men et fellestrekk mellom de to norske termene er at de ikke utelukker diskresjonære regler: Reglene kan – om man skal ta det norske forslaget på ordet – være meget skjønnsbaserte/diskresjonære, så lenge de ikke er fravikelige.

Videre, og enda mer vesentlig, er at MiFID definisjonen ikke stiller krav til opptaksregle-

nes ufravikelighet, men kun at handelen skal gjelde finansielle instrumenter som er tatt opp til handel/notering i henhold til systemets regler.

Definisjonen i NOU'en er således ikke en korrekt implementering av MiFID, siden nedslagsfeltet for den nasjonale reguleringen av «regulerte markeder» ikke samsvarer med Direktivets.

Forslaget vil ha den direkte konsekvens, dersom det blir vedtatt, at bl.a. Oslo Børs ikke lenger oppfyller definisjonen av regulert marked, siden opptakskriteriet for verdipapirer på Oslo Børs jo er et bredt skjønn med hensyn til om verdipapirene er «egnet for børsnotering», jf også forslaget til § 3-2. I tillegg gjelder at en ikke liten andel av de selskaper som erfaringsmessig tas opp på børsen innvilges dispensasjon fra krav til levetid m.m.

Advokatforeningen vil på dette punktet anbefale at definisjonen utformes ordrett i tråd med Direktivet, slik at også andre aspekter ved definisjonen ivaretas. »

NordPool ASA og Nordic Association of Electricity Traders (NAET) gir uttrykk for lignende synspunkter. NordPool ASA uttaler:

«Definisjonen i lov om regulerte markeder § 1-3 lyder som følger:

Med regulert marked menes foretak som organiserer eller driver et multilateralt system der det legges til rette for regelmessig omsetning og opptak til handel av finansielle instrumenter i samsvar med markedets ufravikelige regler og kravene fastsatt i denne lov med forskrifter.

Dette forslaget er ikke i tråd med definisjonen i MiFID artikkel 4(14), som lyder som følger:

14) «Regulated market» means a multilateral system operated and/or managed by a market operator, which brings together or facilitates the bringing together of multiple third-party buying and selling interests in financial instruments - in the system and in accordance with its non-discretionary rules - in a way that results in a contract, in respect of the financial instruments admitted to trading under its rules and/or systems, and which is authorised and functions regularly and in accordance with the provisions of Title III;

Som det fremgår er direktivets krav at handelen skal skje i tråd med «non-discretionary rules», hvilket ikke er det samme som at reglene må være ufravikelige. Det regulerte markedet kan ha handelsregler som er fravikelige, såfremt fravikelsen ikke er diskresjonær/skjønnsbasert, men knyttet til visse kriterier, for eksempel at markedsplassen kan annullere

en handel dersom den ene part burde ha forstått at handelen var feil. Motsatt er det etter direktivet ikke tilstrekkelig at reglene er ufravikelige dersom de er skjønnsmessige/diskresjonære i innhold. Eksempelvis er en regel om at markedsplassen «fordeler handel etter skjønn» ikke direktivmessig, selv om det skulle være en ufravikelig regel.

Vi bemerker også at MiFID definisjonen ikke stiller krav til opptaksreglenes ufravikelighet, men kun at handelen på markedsplassen skal gjelde finansielle instrumenter som er tatt opp til handel/notering i henhold til systemets regler. Det norske forslaget er således ikke en korrekt implementering av MiFID, ettersom nedslagsfeltet for de nasjonale regler om «regulerte markeder» ikke samsvarer med direktivets.

Forslaget vil ha den direkte konsekvens, dersom det blir vedtatt som lov, at Nord Pool og Oslo Børs og andre norske børser ikke oppfyller definisjonen om de anvender skjønnsbaserte opptakskriterier for finansielle instrumenter. Samtidig ser vi at lovforslaget legger opp til et bredt skjønn med hensyn til om verdipapirene er «egnet for børsnotering», jf. også forslaget til § 3-2. I NOU 2006:3 side 119 legger utvalget til grunn at det foreslåtte kravet om «ufravikelige» opptaksregler ikke er til hinder for at det introduseres «opptaksregler med skjønnsmessige vilkår». Men dette er neppe holdbart dersom kriteriet «ufravikelige regler» skal implementere direktivets begrep «non-discretionary rules». Så lenge både handelsregler og opptaksregler underlegges samme kriterium, kan man ikke tolke «ufravikelige regler» slik at det tillater skjønnsmessige regler, for da vil jo det samme måtte gjelde for handelsreglene, der direktivet som sagt ikke tillater skjønnsbaserte regler.

Nord Pool vil anbefale at definisjonen av «regulert marked» utformes ordrett i tråd med direktivet, slik at også andre aspekter ved definisjonen ivaretas:

14) «Regulert marked» er et multilateralt system som opereres av en markedsoperatør, og som sammenkobler eller på annen måte matcher tredjeparts kjøps- og salgsinteresser i finansielle instrumenter i systemet i tråd med ikke-diskresjonære regler slik at det resulterer i en kontrakt vedrørende et eller flere finansielle instrumenter som tatt opp til handel i tråd med reglene og /eller systemet, og som er fungerer regelmessig;»

Advokatforeningen, NordPool ASA og NAET har også merknader til utvalgets forslag til gjennomføring av enkelte av bestemmelsene i MiFID artikkel 36. Advokatforeningen uttaler:

«MiFID artikkel 36 nr 1 fjerde ledd lyder:

The operator of the regulated market shall provide all information, including a programme of operations setting out inter alia the types of business envisaged and the organisational structure, necessary to enable the competent authority to satisfy itself that the regulated market has established, at the time of initial authorisation, all the necessary arrangements to meet its obligations under the provisions of this Title.

Advokatforeningen kan ikke se at denne bestemmelsen er implementert i forslaget til ny børslov.

...
Lovutvalget synes på side 118 å ha misforstått Direktivet med hensyn til dets geografiske virkeområde, da man anfører følgende:

Direktivet har ingen eksplisitt regel om virkeområdet til bestemmelsene i del 3. Etter art. 36 nr. 1 skal hver medlemsstat forbeholde tillatelse som regulert marked til visse systemer. Det kan reises spørsmål om hva som ligger i direktivets vilkår på dette punktet. Trolig må det i nasjonal rett kunne oppstilles et krav om konsesjon slik som etter dagens børslov, jf. pkt. 6.2.3.3 under. Videre skal nasjonal rett gjelde for transaksjoner på regulerte markeder, jf. art. 36 nr. 4. Det synes derved klart at et medlemslands rett skal gjelde der landet er «home Member State». En medlemsstat vil være hjemstat for de foretak som har sitt vedtektsfestede sete/forretningskontor i staten. Utvalget antar på denne bakgrunn at børslovens virkeområde kan videreføres ved gjennomføringen av direktivet jf. lovutkastet § 1-2 første ledd:

«Loven gjelder virksomhet som regulert marked, herunder børs, i Norge. Lovens del 3 gjelder kun for børser.»

I forslaget er det presisert at lovens del 3 kun kommer til anvendelse på børser. Utgangspunktet blir derved at børsloven gjelder for virksomhet som regulert marked i Norge, samt i utlandet gjennom filial eller datterselskap (jf. ny § 1-2 annet ledd om sistnevnte). For øvrig vil EØS-avtalens alminnelige bestemmelser om etableringsrett mv. gjelde for regulerte markeder i EØS-området (med de spesialreglene som gjelder for fjernmedlemskap, jf. kapittel 7).

Artikkel 36 nr 1 og 4 lyder som følger,

1. Member States shall reserve authorisation as a regulated market to those systems which comply with the provisions of this Title.

Authorisation as a regulated market shall be granted only where the competent authority is satisfied that both the market operator and the systems of the regulated market comply at

least with the requirements laid down in this Title.

4. Without prejudice to any relevant provisions of Directive 2003/6/EC, the public law governing the trading conducted under the systems of the regulated market shall be that of the home Member State of the regulated market.

Vår forståelse er at Direktivet oppstiller et konsesjonskrav for hjemstaten til et regulert marked. Meningen med artikkel 36 nr 4 er bl.a. å avgrense hvilket lands offentligrettslige regler («public law» omfattende konsesjonskrav m.m.) som skal gjelde, nærmere bestemt hjemlandet for det regulerte markedets operatør. Med andre ord – norsk offentlig rett skal gjelde for norske regulerte markeder, forstått som markeder som opereres av norske selskaper.

Lovforslaget inneholder ikke en adekvat avgrensning på dette punktet, siden man etter § 1-2 (1) har en virksomhetsbasert definisjon som lar all «virksomhet som regulert marked, herunder børs, i Norge» bli omfattet av reglene. Konsekvensen er at for eksempel en svensk børs som driver grenseoverskridende børsvirksomhet som i tilstrekkelig grad rettet mot bl.a. Norge, avkreves norsk konsesjon.

Det som savnes er en definisjon av «norsk regulert marked» og en klargjøring at det kun er «norsk regulert marked» som omfattes av den norske loven om regulerte markeder.

Grunnen til at lovvalget i artikkel 36 nr 4 avgrenses til «public law» er for øvrig at man i Direktivet ønsket å muliggjøre at de privatrettslige forhold kan reguleres av andre lands rettsregler enn hjemlandets rett, for eksempel slik at en norsk børs bestemmer at transaksjonene skal reguleres av engelsk rett, motsatt tolkingen i NOU'en side 118. IMAREX anvender som kjent allerede i dag engelsk rett.»

Nord Pool ASA uttaler:

«MiFiD Artikkel 36 nr 1 og 4 lyder som følger,

1. Member States shall reserve authorisation as a regulated market to those systems which comply with the provisions of this Title.

Authorisation as a regulated market shall be granted only where the competent authority is satisfied that both the market operator and the systems of the regulated market comply at least with the requirements laid down in this Title.

4. Without prejudice to any relevant provisions of Directive 2003/6/EC, the public law governing the trading conducted under the systems of the regulated market shall be that of

the home Member State of the regulated market.

Vår forståelse er at MiFiD oppstiller et konsesjonskrav for hjemstaten til et regulert marked og etablerer en «Europa-pass» ordning for de regulerte markeder, tilsvarende som for verdipapirforetak. Meningen med artikkel 36 nr 4 er bl.a. å avgrense hvilket lands offentligrettslige regler («public law» omfatter konsesjonskrav og andre offentligrettslige regler) som skal gjelde, nærmere bestemt reglene i hjemlandet for det regulerte markedet. Med andre ord – norsk offentlig rett skal kun gjelde for regulerte markeder der Norge er hjemstat. Grunnen til at lovvalget i artikkel 36 nr 4 avgrenses til «public law» er for øvrig at man i direktiv et ønsket å muliggjøre at privatrettslige forhold kan reguleres av andre lands rettsregler enn hjemlandets rett, for eksempel slik at en norsk børs bestemmer at transaksjonene skal reguleres av engelsk rett, motsatt tolkingen i NOU'en side 118. Den norske markeds-plassen IMAREX anvender i dag engelsk rett for sin virksomhet, mens vi på Nord Pool har valgt norsk regulering.

Forslaget til lov om regulerte markeder gir ikke noen adekvat avgrensning på dette punktet, siden § 1-2 (1) anviser en virksomhetsbasert definisjon som lar all «virksomhet som regulert marked, herunder børs, i Norge» bli omfattet av reglene. Konsekvensen er at for eksempel en svensk eller engelsk børs som driver «grenseoverskridende børsvirksomhet» som i rimelig grad kan sies å være rettet mot eller berøre Norge, kan avkreves norsk konsesjon.

Nord Pool vil anbefale at det i lovteksten klargjøres at det kun er «norsk regulert marked» som omfattes av den norske lov om regulerte markeder. Det bør også angis nærmere når Norge er å anses som hjemstat for et regulert marked.

MiFiD artikkel 36 nr 1 fjerde ledd lyder:

The operator of the regulated market shall provide all information, including a programme of operations setting out inter alia the types of business envisaged and the organisational structure, necessary to enable the competent authority to satisfy itself that the regulated market has established, at the time of initial authorisation, all the necessary arrangements to meet its obligations under the provisions of this Title.

Nord Pool kan ikke se at denne bestemmelsen er implementert i forslaget til ny lov.»

NAET gir uttrykk for tilsvarende synspunkter.

Ingen av de øvrige høringsinstansene har hatt merknader til dette punktet.

9.2.5 Departementets vurdering

Definisjonen av regulert marked mv.

Etter MiFID og den norske gjennomføringsloven, vil betegnelsen «regulert marked» være et sentralt koblingsord med hensyn til fastsettelse av både rettigheter og plikter.

Når det gjelder utvalgets forslag til definisjon av «regulerte markeder» i lovutkastet § 1-3, har utvalget i sitt utkast til definisjon av regulert marked brukt betegnelsen «ufravikelige» regler. Direktivets ordlyd er «non-discretionary». Etter departementets vurdering innebærer imidlertid kravet til «non-discretionary» at markedsplassen selv ikke skal utøve skjønn med hensyn til hvordan kjøps- eller salgsinteresser sammenkobles, jf. tilsvarende i fortalen punkt 6. Departementet foreslår i stedet at det i definisjonen presiseres at omsetningen skal skje i henhold til «objektive handelsregler» fastsatt av markedet, jf. lovforslaget § 3. Det vises for øvrig til høringsinstansenes merknader til utvalgets oversettelse på dette punktet.

Det fremgår av direktivets definisjon av regulert marked (artikkel 4 nr. 1 (14)) at det kun er *handelsreglene* som skal være objektive. Enkelte høringsinstanser har påpekt at utvalgets utkast kan forstås dit hen at også opptaksreglene skal oppfylle dette kravet. Departementet foreslår at det presiseres i lovforslaget at dette bare gjelder i forhold til handelsreglene, jf. § 3 første ledd. Dette synes også å være i tråd med utvalgets forståelse, jf. deres omtale av dette i NOU 2006: 3 pkt. 6.2.3.2.

Det vises også til at direktivets definisjon av regulerte markeder krever at markedet er gitt tillatelse til å drive som regulert marked, jf. nærmere nedenfor om konsesjonsreglene. Etter departementets syn bør også dette kriteriet fremgå av definisjonen. Departementet vil på denne bakgrunn foreslå følgende definisjon av regulert marked, jf. lovforslaget § 3 første ledd:

«Med regulert marked menes foretak med tillatelse etter § 4 som beslutter opptak til handel av finansielle instrumenter på markedet, og som organiserer eller driver et multilateralt system som legger til rette for regelmessig omsetning av de noterte instrumentene i samsvar med lov, forskrift og objektive handelsregler fastsatt av markedet selv.»

Utvalget legger til grunn at direktivet ikke krever at det skilles mellom regulert marked og markedsoperatør, og viser i den forbindelse til artikkel 4 nr. 1 (13). Departementet er enig i dette, og slutter seg til utvalgets vurdering av at det ikke synes hensiktsmessig å innføre et slikt skille i norsk rett.

Utvalget foreslår videre at det skilles mellom regulert marked og børs, jf. utvalgets utkast til § 1-3 annet ledd (definisjon av børs). Det vises til at det ikke er et tilsvarende skille i MiFID, men at direktiv 2001/34/EF (opptaksdirektivet) utelukkende gjelder for børser. Departementet slutter seg til utvalgets forslag og vurdering på dette punktet, se lovforslaget § 3 annet ledd. Som utvalget viser til, vil en børs alltid være et regulert marked, mens et regulert marked ikke trenger å være en børs. Børser kjennetegnes ved at de er underlagt en noe strengere regulering enn regulerte markeder. Under gjeldende rett skilles det mellom børser og autoriserte markedsplasser. I henhold til lovforslaget er skillet mellom regulert marked og børs noe mindre enn skillet mellom autorisert markedsplass og børs under gjeldende rett. De særskilte eierbegrensningsreglene for børser foreslås imidlertid ikke gjort gjeldende for regulerte markeder. For øvrig følger de foreslåtte særreglene for børs av forslag til ny børslov kapittel 6. MiFID skiller imidlertid mellom regulert marked og multilaterale handelsfasiliteter. Multilaterale handelsfasiliteter (MHFer) omtales nærmere nedenfor under kapittel 11. Utvalget har drøftet forskjellen mellom regulerte markeder og MHFer, og synes å legge til grunn at det ikke nødvendigvis er forskjeller med hensyn til hvilken virksomhet disse to markedsplassene kan drive. Forskjellene består i at regulert marked må fungere «regelmessig» og ha regler om opptak til handel, noe en MHF ikke nødvendigvis vil måtte ha. Departementet har ingen merknader til denne beskrivelsen, og viser til nærmere omtale av slik virksomhet i kapittel 11. Det presiseres imidlertid at multilateral handelsfasilitet etter lovforslaget, og i samsvar med direktivet, kan drives av både verdipapirforetak og regulert marked. Det kreves imidlertid etter forslaget at det er gitt tillatelse etter forslaget til ny verdipapirhandellov, slik at regulert marked ikke kan drive multilateral handelsfasilitet i medhold av tillatelsen etter forslag til ny børslov.

Departementet er for øvrig enig med utvalget i at betegnelsene regulert marked og børs skal forbeholdes foretak som har tillatelse til å drive slik virksomhet etter lovforslaget her, jf. lovforslaget § 4 annet ledd og § 33 første ledd. Departementet slutter seg til den foreslåtte forskriftshjemmelen i utvalgets utkast til § 1-3 fjerde ledd, jf. departementets lovforslag § 3 tredje ledd.

Krav om tillatelse mv.

Departementet slutter seg til utvalgets utkast til § 2-1 som pålegger et krav om tillatelse for virksomhet som regulert marked, se departementets

forslag til § 4. Bestemmelsen vil gjennomføre MiFID artikkel 36 nr. 1 og artikkel 4 nr. 1 (14). Kompetansen til å gi slik tillatelse foreslås lagt til departementet, og tillatelse kan gis til «foretak», jf. lovforslaget § 4. Det vises til at forbudet mot bruk av betegnelsen «regulert marked» er unntatt i lovforslaget § 4 annet ledd.

Konsesjonsmyndighet og søknad om tillatelse

Departementet slutter seg til utvalgets vurdering av at tillatelse til regulert marked gis av departementet, jf. lovforslaget § 5 første ledd første punktum (utvalgets utkast § 2-2 første ledd første punktum). MiFID artikkel 36 nr. 1 fjerde ledd stiller nærmere krav til hvilke opplysninger som skal gis til den kompetente myndighet i forbindelse med søknad om tillatelse. Departementet foreslår å gjennomføre denne bestemmelsen i lovforslaget § 5 første ledd annet punktum. Forslaget avviker her noe fra utvalgets utkast, som departementet oppfatter som mer generelt i forhold til direktivets spesifikke krav.

Departementet slutter seg videre til utvalgets utkast til bestemmelser om frist for avgjørelse av konsesjonsspørsmålet, jf. lovforslaget § 5 annet ledd. Departementet viser til at det ikke er en tilsvarende bestemmelse i MiFID, men legger til grunn at det ligger innenfor det nasjonale handlingsrom å fastsette regler om dette.

Bortfall, endring og tilbakekall av tillatelse

Departementet slutter seg til utvalgets forslag til bestemmelse om bortfall, endring og tilbakekall av tillatelse, jf. lovforslaget § 6 (utvalgets utkast § 2-3).

Departementet viser til at første ledd om at tillatelsen bortfaller dersom det regulerte markedet kommer under konkursbehandling eller offentlig akkordbehandling, ikke oppfyller en eksplisitt direktivforpliktelse. Det vises imidlertid til at direktivets artikkel 36 nr. 5 bokstav e) åpner for at medlemsstatene kan tilbakekalle tillatelsen dersom nasjonal lov pålegger slikt tilbakekall («falls within any of the cases where national law provides for withdrawal»).

Det vises til omtale av tilsvarende bestemmelse om endring og tilbakekall under kapittel 6 om tillatelse mv. etter forslag til ny verdipapirhandellov § 9-4.

Sammenslåing, deling og virksomhet i utlandet

Departementet slutter seg til utvalgets vurdering og forslag til regulering av sammenslåing og deling av regulerte markeder, jf. lovforslaget § 7 (utvalgets utkast til § 2-4). Når det gjelder utvalgets utkast til regulering av virksomhet i utlandet (utkastet § 2-5), skilles det ikke i denne bestemmelsen mellom virk-

somhet i og utenfor EØS. Advokatforeningen og Nord Pool legger til grunn at tillatelse til å drive regulert marked gir «single passport –rights» i EØS, tilsvarende som tillatelsen for verdipapirforetak. Det følger av artikkel 42 nr. 6 første ledd at medlemsstatene skal tillate at regulerte markeder fra andre medlemsstater får opprette passende systemer på deres territorium slik at de legger til rette for tilgang til og handler på disse markedene av fjernmedlemmer eller deltakere som er etablert i denne medlemsstaten, se nærmere omtale i punkt 10.3.5. Bestemmelsen omhandler ikke regulerte markeders adgang til å etablere filialer mv. Medlemsstaten blir i dette tilfellet vertsstat for det regulerte markedet, jf. direktivet artikkel 4 nr. 1 (21). Det regulerte markedets hjemstat vil være den medlemsstaten hvor det regulerte markedet er registrert eller eventuelt har sitt hovedkontor, jf. artikkel 4 nr. 1 (20) bokstav b), og det er her det regulerte markedet må søke om tillatelse. Dersom det regulerte markedet derimot skal opprette et datterselskap eller en filial (dvs. en «ny» markedsplass) vil det i henhold til lovforslaget her måtte søke om tillatelse, jf. forslaget til § 8.

9.3 Organisasjonsform, eierforhold mv.

9.3.1 Norsk rett

Organisasjonsform

Børsloven krever at børs og autorisert markedsplass skal organiseres som allmennaksjeselskaper. Dette følger for børser del av børsloven § 3-1, og for autoriserte markeder av § 6-1. For børser er det også regler om departementets godkjenning av vedtekter og vedtektsendringer i § 3-1 annet ledd. Videre følger det av § 3-1 tredje ledd at vedtak om avhendelse av vesentlige deler av den konsesjonspliktige virksomheten skal treffes av generalforsamlingen med slikt flertall som kreves for vedtektsendringer (som hovedregel to tredjedels flertall, jf. allmennaksjeloven § 5-18).

Krav til styret og ledelsen mv.

Det stilles krav til styre og ledelse for børser og autoriserte markedsplasser, jf. børsloven § 3-2 jf. § 6-8. Disse bestemmelsene, samt § 3-3 om kontrollkomite er nærmere omtalt av utvalget i NOU 2006: 3 pkt. 6.3.2.2:

«Etter børsloven § 3-2 første ledd skal styret i en børs ha minst fem medlemmer. Daglig leder (børsdirektøren) kan ikke være medlem av styret. Bestemmelsene i allmennaksjeloven kapittel 6 vil gjelde for styret i en børs, med de tilleg-

gene som følger av børsloven. Det er i § 3-2 annet ledd stilt vilkår om styret og ledelsens kvalifikasjoner (egnethetsvurdering):

«Styremedlemmer, daglig leder og andre som faktisk deltar i ledelsen av børs skal ha relevante kvalifikasjoner og yrkeserfaring, ha ført en hederligandel, og for øvrig ikke ha utvist utilbørlig adferd som gir grunn til å anta at stillingen eller vervet ikke vil kunne ivaretas på forsvarlig måte.»

Hovedvilkåret for styrets medlemmer, daglig leder og andre personer som deltar i den faktiske ledelsen av børs er relevante kvalifikasjoner og hederligandel. I tillegg kan ikke disse personene ha utvist «utilbørlig adferd» som må antas å påvirke deres stilling eller verv. Kravene til styret og daglig leder er omtalt i NOU 1999: 3 (børsloven) pkt. 18 nr. 5 og 18 nr. 6. Etter § 3-2 tredje ledd skal melding gis til Kredittilsynet ved endringer i styret og skifte av daglig leder. Kredittilsynet kan gi pålegg om at en endring ikke kan iverksettes så fremt endringen kan antas å medføre at sammensetnings- eller egnethetsvilkårene i § 3-2 første og annet ledd, ikke oppfylles.

Børsloven § 3-2 er gitt tilsvarende anvendelse for autoriserte markeds plasser, jf. § 6-8.

En børs skal etter børsloven § 3-3 ha en kontrollkomité på minst tre medlemmer:

«Børs skal ha en kontrollkomité på minst tre medlemmer valgt av generalforsamlingen. Kontrollkomiteen skal føre tilsyn med at børsen følger lover, forskrifter og konsesjonsvilkår, samt vedtekter og vedtak truffet av børsens organer, og herunder vurdere sikkerhetsmessige forhold ved virksomheten. Generalforsamlingen skal fastsette instruks for kontrollkomiteen. Instruksen skal godkjennes av Kredittilsynet. Kontrollkomiteen skal hvert år gi melding til generalforsamlingen og Kredittilsynet om sitt arbeid. Kredittilsynet kan gi nærmere regler om sammensetningen av og virksomheten til børsers kontrollkomité.»

Den nærmere begrunnelsen for kravet til kontrollkomité er omtalt i NOU 1999: 3 (børsloven) pkt. 18.7. Børslovens regler om internkontroll, taushetsplikt, habilitet og adgangen til å eie finansielle instrumenter i §§ 3-4, 3-6, 3-7 og 3-8 er omtalt under pkt. 6.4 i tilknytning til direktivets krav til rutiner mv. i art. 39. En børs' årsregnskap skal revideres etter reglene i revisorloven. Etter børsloven § 3-5 kan Kredittilsynet gi nærmere regler om revisors arbeidsoppgaver i børs. Slike regler er ikke fastsatt.»

Krav til eiere mv.

Børsloven § 4-1 har regler om eierbegrensninger i forhold til børs. For autoriserte markeds plasser

har børsloven regler om erverv av betydelig eierandel i § 6-2, hvor det blant annet kreves forutgående melding til Kredittilsynet ved slikt erverv. Utvalget har redegjort for børslovens regler for børs og autoriserte markeds plasser på følgende måte (NOU 2006: 3 pkt. 6.3.2.3.1 og 6.3.2.3.2):

«Børsloven § 4-1 inneholder regler om eierkontroll for børs. Bestemmelsen er omtalt i NOU 1999: 3 (børsloven) kapittel 19. Etter første ledd kan ingen eie aksjer som representerer mer enn 10 prosent av aksjekapitalen eller stemmene i en børs. Likt med aksjer regnes erverv av rett til å bli eier av aksjer når dette må anses som et «reelt erverv», jf. annet ledd første punktum. Departementet kan dispensere fra eierbegrensningen i «særlige tilfelle», jf. annet ledd annet punktum.

Etter annet ledd i § 4-1 er eierbegrensningen på 10 prosent mv. ikke til hinder for at en børs eies i sin helhet av et foretak (holdingselskap) med hovedkontor i Norge. Holdingselskapet kan ikke drive annen virksomhet enn å forvalte eierinteressen i datterselskapet (børsen) og datterselskapet må etterleve bestemmelsen om virksomhetsbegrensning som følger av børsloven § 5-2. Eierbegrensningsregelen på 10 prosent av aksjekapitalen eller stemmene (herunder rett til å bli eier), gjelder tilsvarende for et holdingselskap. Oslo Børs ASA er i dag eid 100 prosent av Oslo Børs Holding ASA.

Børsloven § 4-4 tredje ledd inneholder regler om dispensasjon fra eierbegrensningen som følger av første og annet ledd:

«Departementet kan gi tillatelse til at norsk eller utenlandsk børs eller annet foretak kan ha eierandeler svarende til inntil 25 prosent av aksjekapitalen eller stemmene i en børs som ledd i en strategisk samarbeidsavtale mellom foretakene vedrørende børsvirksomheten, når dette er vedtatt av generalforsamlingen i den eide børsen med flertall som for vedtektsendring, så lenge avtalen gjelder.»

Det er et vilkår for dispensasjon etter tredje ledd at ervervet skjer som ledd i en strategisk samarbeidsavtale. Det har etter det utvalget er kjent med ikke vært søkt om dispensasjon til slikt erverv siden børsloven ble vedtatt.

Hvis aksjer i en børs erverves i strid med reglene i børsloven § 4-1 første til tredje ledd, kan departementet fastsette en frist for å rette forholdet, dvs. selge og/eller søke om dispensasjon, jf. fjerde ledd første punktum. Oversettes fristen kan aksjene tvangs selges etter særskilte regler. En aksjonærs aksjer som overstiger nivåene i § 4-1 første til tredje ledd, mister sine organisatoriske rettigheter knyttet til

aksjene, jf. femte ledd. Aksjonæren vil derimot beholde retten til utbytte og fortrinnsrett ved tegning.

...

Krav til eierne av autoriserte markedsplasser følger av børsloven § 6-2. Etter første ledd kan erverv av en betydelig eierandel bare gjennomføres etter at melding om dette er sendt Kredittilsynet. Betydelig eierandel er definert i annet ledd:

«Med betydelig eierandel menes direkte eller indirekte eierandel som representerer minst 10 prosent av aksjekapitalen eller stemmene, eller som på annen måte gjør det mulig å utøve betydelig innflytelse over forvaltningen av selskapet. Likt med vedkommende aksjeeiers egne aksjer regnes i denne sammenheng aksjer som eies av aksjeeiere som nevnt i § 6-3 nedenfor.»

Etter tredje ledd i § 6-2 skal Kredittilsynet innen tre måneder fra de mottar melding, nekte et erverv dersom vedkommende aksjeeier ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket. Tilsvarende bestemmelse finnes i vphl. § 7-4 fjerde ledd for så vidt gjelder verdipapirforetak. Det er i børsloven kapittel 4 ikke gitt bestemmelser om egnethetsvurdering ettersom ingen, som utgangspunkt, skal besitte en betydelig eierandel i en børs. Det skal også gis melding til Kredittilsynet ved avhendelse av eierandel som medfører at grensen i § 6-2 annet ledd passerer, jf. § 6-2 fjerde ledd.»

Stemmerettsbegrensninger og konsolidering

Regler om stemmerettsbegrensninger og konsolidering av eierandeler i børs er nærmere omtalt av utvalget i NOU 2006: 3 pkt. 6.3.2.4:

«Børsloven §§ 4-2 og 4-3 regulerer hhv. stemmerettsbegrensninger og konsolidering av eierandeler i en børs. Etter førstnevnte bestemmelse kan ingen stemme for mer enn 10 prosent av stemmene i foretaket eller for mer enn 20 prosent av stemmene som er representert på generalforsamling. Begrensningen i retten til å stemme på generalforsamling er sentral for å sikre at ikke en eier gis for stor innflytelse der ikke alle aksjonærer er representert. Flere eieres aksjeposter vil ses under ett i forhold til stemmebegrensningen i den grad det er snakk om parter som skal konsolideres etter § 4-3. Det er i § 4-2 annet ledd gjort unntak fra nevnte stemmerettsbegrensninger for børs der det er dispensert fra eierbegrensningen i § 4-1.

Konsolideringsbestemmelsen for børser i § 4-3 fastsetter at likt med en aksjeeiers egne aksjer regnes i forhold til eierskapsreglene i

§ 4-1 og stemmerettsreglen i § 4-2, aksjer som eies eller overtas av:

«a) aksjeeierens ektefelle og en person som vedkommende bor sammen med i ekteskapslignende forhold,

b) aksjeeierens mindreårige barn samt mindreårige barn til en person som nevnt i bokstav

a) som aksjeeieren bor sammen med,

c) selskap hvor aksjeeieren har slik innflytelse som nevnt i allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd,

d) selskap innen samme konsern som aksjeeieren, og

e) noen som det må antas aksjeeieren har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som aksjonær.»

Departementet er i § 4-3 siste ledd gitt kompetanse til å avgjøre tvilstilfelle for så vidt gjelder konsolidering. Reglene om konsolidering er gitt for å hindre omgåelse av eierbegrensningsreglen, jf. NOU 1999: 3 (børsloven) pkt. 19.2.5.

Det er i børsloven kapittel 6 om autoriserte markedsplasser ikke gitt regler om stemmerettsbegrensning. Av § 6-3 følger derimot bestemmelser om konsolidering. Disse tilsvarende § 4-3 i børsloven kapittel 4, og det vises til omtalen i det foregående.»

Notering av egne aksjer

Det er ikke adgang for børser og autoriserte markedsplasser til å ta opp til notering egne utstedte aksjer, jf. § 4-4 første ledd og § 6-8 første ledd. Det er heller ikke adgang til å ta opp til notering finansielle instrumenter knyttet til aksjer som er utstedt av børsen. Departementet kan imidlertid etter annet ledd samtykke til at en børs opptar til notering omsettelige verdipapirer som er utstedt av et foretak som inngår i konsernforhold med børsen. Dette gjelder også finansielle instrumenter knyttet til slike omsettelige verdipapirer. Det kan etter annet ledd annet punktum stilles vilkår for slikt samtykke, blant annet om at foretaket skal ilegges særlig tilsyn fra Kredittilsynet, og at foretaket skal ha opplysningsplikt overfor tilsynet.

Ansvarlig kapital og likviditetskrav

Børsloven §§ 4-5 og 4-6 stiller krav om henholdsvis ansvarlig kapital og likviditet for børser. Bestemmelsene gjelder tilsvarende for autoriserte markedsplasser, jf. børsloven § 6-8 første ledd. Utvalget har omtalt børslovens bestemmelser på dette punktet i NOU 2006: 3 pkt. 6.3.2.6:

«Børsloven har i §§ 4-5 og 4-6 krav om hhv. ansvarlig kapital og likviditet for en børs. Førstnevnte bestemmelse lyder:

«Børs skal til enhver tid ha en ansvarlig kapital som er forsvarlig ut fra risikoen ved og omfanget av virksomheten i foretaket.

Ved vurderingen av foretakets risiko skal det blant annet tas hensyn til virksomhetsrisiko, kontraktsrisiko, operasjonell risiko og annen særlig risiko som foretakets virksomhet er eksponert for.

Departementet kan gi nærmere regler om hva som skal regnes som foretakets ansvarlige kapital, samt om minstekrav til ansvarlig kapital.»

Første ledd tilsvarende et stykke på vei vphl. § 8-10 om kapitaldekningskrav for verdipapirforetak. Børsloven § 4-5 er imidlertid mindre detaljert og det er ikke fastsatt forskrift i medhold av bestemmelsen. De alminnelige kapitalkravene i allmennaksjeloven vil supplere børslovens regler. Kravet til ansvarlig kapital er i NOU 1999: 3 (børsloven) begrunnet ut fra risikoene ved børsvirksomhet, jf. side 202 og bestemmelsens annet ledd. Det er ikke fastsatt noen forskrift med nærmere bestemmelser om hva som skal regnes som ansvarlig kapital.

Etter børsloven § 4-6 første punktum skal børs ha en «beholdning av likvide midler, eller tilgang på slike» som anses betryggende sett hen til foretakets virksomhet og situasjon. Departementet kan fastsette nærmere regler om beregning av likvide midler mv. etter annet punktum. Bestemmelsen er omtalt i NOU 1999: 3 (børsloven) side 204.

Børsloven §§ 4-5 og 4-6 gjelder tilsvarende for autoriserte markedsplasser, jf. § 6-8.»

9.3.2 EØS-rett

Organisasjonsform

Direktivet har ikke et tilsvarende krav til organisasjonsform som børsloven. Regulert marked er i MiFID artikkel 4 nr. 1 (14) definert som et «system», men dette systemet kan være en juridisk person («legal person»). Dette følger også av artikkel 36 nr. 1 tredje ledd.

Krav til ledelsen

Utvalget har redegjort for MiFIDs regler om krav til ledelsen, jf. artikkel 37 (NOU 2006: 3 pkt. 6.3.1.2):

«Art. 37 inneholder krav til den faktiske ledelsen av et regulert marked. Det er i art. 37 nr. 1 stilt vilkår for de personene som forestår den reelle driften av virksomheten:

«Member States shall require the persons who effectively direct the business and the operations of the regulated market to be of sufficiently good repute and sufficiently experienced

as to ensure the sound and prudent management and operation of the regulated market. Member States shall also require the operator of the regulated market to inform the competent authority of the identity and any other subsequent changes of the persons who effectively direct the business and the operations of the regulated market.»

Personer som faktisk leder et regulert marked skal være «sufficiently good repute and sufficiently experienced». Det stilles således både krav om omdømme og erfaring. Hensynet bak kravet er å sikre «the sound and prudent management and operation of the regulated market». Den kompetente myndigheten skal, som det fremgår, orienteres om tiltenkte endringer i ledelsen. I den grad det foreligger klar («objective and demonstrable») grunn til å anta at en ledelsesendring medfører en «material threat» til virksomhetsstyringen, kan den kompetente myndigheten nekte å godkjenne endringen, jf. annet ledd av nr. 1:

«The competent authority shall refuse to approve proposed changes where there are objective and demonstrable grounds for believing that they pose a material threat to the sound and prudent management and operation of the regulated market.»

Personer som allerede står for den faktiske ledelsen av et regulert marked, skal som utgangspunkt ansees som skikket til å lede et annet regulert marked, jf. art. 37 nr. 2:

«Member States shall ensure that, in the process of authorisation of a regulated market, the person or persons who effectively direct the business and the operations of an already authorised regulated market in accordance with the conditions of this Directive are deemed to comply with the requirements laid down in paragraph 1.»»

Krav til eiere

Tilsvarende stiller MiFID også enkelte krav til eiere av regulert marked, jf. artikkel 38. Bestemmelsen er nærmere omtalt av utvalget i NOU 2006: 3 pkt. 6.3.1.3:

«Direktivet art. 38 stiller krav til personer som øver en betydelig innflytelse («significant influence») på ledelsen til et regulert marked. Grunnkravet som stilles til slike personer er at de skal være egnede («suitable»), jf. nr. 1:

«Member States shall require the persons who are in a position to exercise, directly or indirectly, significant influence over the management of the regulated market to be suitable.»

Art. 10 gir regler om eierinnflytelse i verdipapirforetak. Bestemmelsene i art. 10 er mer detaljerte enn bestemmelsene i art. 38, men også for regulerte markeder inneholder direktivet regler om meldeplikt ved eierskifte, jf. art. 38 nr. 2:

«(a) to provide the competent authority with, and to make public, information regarding the ownership of the regulated market and/or the market operator, and in particular, the identity and scale of interests of any parties in a position to exercise significant influence over the management;

(b) to inform the competent authority of and to make public any transfer of ownership which gives rise to a change in the identity of the persons exercising significant influence over the operation of the regulated market.»

Kravene i art. 38 nr. 2 retter seg mot «the operator of the regulated market». Vilkårene må gis tilsvarende anvendelse på selve markedsplassen i den grad det ikke sondres mellom operatør og regulert marked i nasjonal rett. Utgangspunktet i bokstav a) er at opplysninger om et regulert markeds eiere skal offentliggjøres. Det er etter direktivet ikke tilstrekkelig at denne informasjonen er offentlig tilgjengelig, jf. «make public». I tillegg skal den kompetente myndigheten gis opplysninger om eierne. Det er presisert at informasjonen i det minste skal omfatte identiteten til eierne, samt omfanget av eierskapet til enhver person som kan utøve en betydelig innflytelse («significant influence») på virksomheten til det regulerte markedet. Kravet om offentliggjøring og melding til tilsynsmyndigheten gjelder også for planlagte overdragelser av eierandel som vil kunne endre identiteten til personene som kan utøve en slik betydelig innflytelse på virksomheten, jf. bokstav b).

Tilsynsmyndigheten skal etter art. 38 nr. 3 nekte endringer i «the controlling interest» hvis det foreligger klare («objective and demonstrable») grunner til å tro at de nye eierne vil utgjøre en «threat» mot en hensiktsmessig og aktsom («sound and prudent») virksomhetsstyring:

«The competent authority shall refuse to approve proposed changes to the controlling interests of the regulated market and/or the market operator where there are objective and demonstrable grounds for believing that they would pose a threat to the sound and prudent management of the regulated market.»

Direktivet benytter i art. 37 nr. 1 annet ledd «material threat» som vilkår for at tilsynsmyndigheten skal kunne nekte en endring i den faktiske ledelsen. Kravet når det gjelder eierskifte

er, som det fremgår, noe lempeligere, jf. «threat» i art. 38 nr. 3.»

Ansvarlig kapital og likviditetskrav

Av MiFIDs bestemmelse om organisatoriske krav for regulerte markeder i artikkel 39 bokstav e), fremgår det at det regulerte markedet skal ha tilstrekkelige finansielle midler tilgjengelig for å legge til rette for at det regulerte markedet fungerer ordentlig. Dette kravet gjelder både på det tidspunktet hvor det gis tillatelse, men også løpende. Kapitalkravet er relativt, i det det skal tas hensyn til arten og omfanget av de transaksjonene som utføres på markedet og omfanget og graden av den risikoen som markedet er eksponert for.

Stemmerettsbegrensninger, konsolidering og notering av egne utstedte aksjer

MiFID har ikke regler om stemmerettsbegrensninger, konsolidering av eierandeler og notering av egne utstedte aksjer.

9.3.3 Utvalgets forslag

Organisasjonsform mv.

Utvalget foreslår å videreføre kravet om at regulerte markeder skal være allmennaksjeselskaper, jf. utkastet § 2-6. Utvalget viser til at direktivet ikke har regler om organisasjonsform for regulerte markeder.

Utvalget foreslår også å videreføre kravet om at departementet skal godkjenne vedtekter og vedtektsendringer for børsen, jf. utkastet § 3-1 annet ledd. Likeledes foreslår utvalget å videreføre gjeldende bestemmelse om at generalforsamlingen skal vedta avhendelse av en vesentlig del av den konsesjonspliktige virksomheten. Utvalget foreslår at det skal foreligge kvalifisert flertall, slik som etter gjeldende rett (2/3, jf. allmennaksjeloven § 5-18). Det vises til utkastet § 3-1 tredje ledd. Utvalget har ikke foreslått et tilsvarende krav for andre regulerte markeder enn børsen.

Krav til ledelsen mv.

Utvalget foreslår å videreføre gjeldende børslov § 3-2 (jf. også § 6-8 som gir bestemmelsen tilsvarende anvendelse overfor autoriserte markeder) om krav til ledelsens egnethet. Det vises til utkastet § 2-7 og utvalgets omtale av forslaget i NOU 2006: 3 pkt. 6.3.3.2:

«Utvalget legger til grunn at børsloven § 3-2 tilfredsstiller kravene i direktivet art. 37. Den norske bestemmelsen synes å ha fungert godt

i praksis og utvalget har ikke registrert noe ønske om endring. Det foreslås på denne bakgrunn at gjeldende rett videreføres i form av en ny § 2-7. Kravet til ledelsen vil, som i dag, gjelde for alle regulerte markeder, uavhengig av om det er snakk om en børs eller et annet regulert marked.

Når det gjelder særbestemmelsene i børsloven § 3-5 (krav om revisor), slutter utvalget seg i det vesentligste til vurderingene i NOU 1999: 3 (børsloven) pkt. 18.9. Heller ikke på dette punktet foreslås det derved noen endring, jf. forslaget til ny § 2-9. Børsloven § 3-3 er drøftet i pkt. 6.3.3.7 under, mens §§ 3-4, 3-6, 3-7 og 3-8 er drøftet under pkt. 6.4 i tilknytning til MiFID art. 39.»

Krav til eiere mv.

Utvalget har vurdert gjeldende bestemmelser om eierkontroll og eierbegrensning for henholdsvis autoriserte markedsplasser og børser i NOU 2006: 3 pkt. 6.3.3.3. Utvalget foreslår en generell bestemmelse om eierkontroll for regulerte markeder, som tilsvarende gjeldende børslov § 6-2. Bestemmelsen foreslås tatt inn i utkastet § 2-14. I tillegg foreslås en generell bestemmelse om konsolidering av eierandeler i utkastet § 2-15. Utvalget har omtalt denne delen av forslaget i NOU 2006: 3 pkt. 6.3.3.3.1:

«Børsloven har i dagens §§ 4-1 og 6-2 bestemmelser om eierkontroll mv. for børser og autoriserte markedsplasser. Utvalget foreslår at det i § 2-14 inntas en generell eierkontrollregel for regulerte markeder som gjennomfører art. 38. Denne bestemmelsen kan langt på vei baseres på dagens § 6-2. Utvalget foreslår å videreføre gjeldende konsolideringsregel i form av en ny § 2-15. Av hensynet til enkelhet foreslår utvalget at det i denne henvises til definisjonen av nærstående i verdipapirhandelloven, jf. forslaget. Tilsvarende er lagt til grunn i lovutkastet § 3-5 (konsolidering for børser). I tillegg foreslår utvalget at det inntas enkelte særregler for børser i lovutkastet §§ 3-3 til 3-6, jf. pkt. 6.3.3.4.1.

Art. 38 nr. 1 har et generelt egnethetskrav for personer med vesentlig påvirkningsmulighet på et regulert markeds ledelse. Det er etter utvalgets vurdering ikke nødvendig å gjennomføre kravet, forutsatt at § 6-2 tredje ledd om eierkontroll ved erverv videreføres. Det vises til lovutkastet § 2-14 tredje ledd om Kredittilsynets kompetanse.

Etter art. 38 nr. 2 bokstav a) skal opplysninger om et regulert markeds eiere offentliggjøres og gis tilsynsmyndigheten. Det regulerte markedet skal «in particular» gi opplysninger om «the identity and scale of interests of any

parties in a position to exercise significant influence over the management». Norske aksjeeierregistre er offentlig tilgjengelige, jf. allmennaksjeloven § 4-5. Definisjonen av betydelig eierandel er foreslått inntatt i børsloven § 2-14 annet ledd. Det er etter utvalgets vurdering ikke nødvendig å gjennomføre art. 38 nr. 2 bokstav a) særskilt.

Kravet om opplysninger ved eierskifte mv. i art. 38 nr. 2 bokstav b), har sitt motstykke i børsloven § 6-2 første ledd. Utvalget foreslår at bestemmelsen videreføres. Det samme gjelder art. 38 nr. 3 hvorefter overdragelse på visse vilkår skal nektes av tilsynsmyndigheten. Også her har norsk rett regler som tilfredsstiller direktivet. Det er følgelig ikke foreslått noen endring.

Utvalget foreslår for øvrig at dagens definisjon av betydelig eierandel i § 6-2 annet ledd videreføres. Etter bestemmelsen er en direkte eller indirekte eierandel som representerer minst 10 prosent av aksjekapitalen eller stemmene, å anse som betydelig. Børsloven § 6-2 annet ledd ble inntatt som følge av kravene til eierbegrensning i verdipapirforetak, jf. NOU 1999: 3 (børsloven) pkt. 22.4. Ettersom «kvalifisert eierandel» i et verdipapirforetak etter MiFID skal anses som en direkte eller indirekte eierandel på 10 % eller mer, antar utvalget at gjeldende rett bør videreføres, jf. art. 4 pkt. 27. Utvalget foreslår også at børsloven § 6-2 fjerde ledd videreføres i § 2-14 fjerde ledd.

Det er i dagens § 6-2 annet ledd annet punktum vist til konsolideringsregelen i § 6-3. Utvalget foreslår at denne videreføres som ny § 2-15, jf. omtalen av denne ovenfor.»

Utvalget har videre vurdert den særlige bestemmelsen om eierbegrensninger i forhold til børser, jf. gjeldende børslov § 4-1. Utvalget viser til at denne bestemmelsen er mer detaljert enn MiFIDs regler om eierbegrensning, og uttaler videre (NOU 2006: 3 pkt. 6.3.3.2):

«Bestemmelsen skulle ihht vurderingene i NOU 1999: 3 (børsloven) kapittel 19 ivareta sentrale hensyn. Utvalget er kjent med EFTA Surveillance Authority (ESA) begrunnede oppfatning 2. juni 2004 om at eierbegrensningene for børser, verdipapirregistre og oppgjørssentraler er i strid med EØS-avtalen. Finansdepartementet har i svarbrev anført at dette ikke er tilfelle. Utvalget anser det ikke som del av mandatet å vurdere disse spørsmålene nærmere, og foreslår derfor at dagens § 4-1 videreføres i en ny § 3-3.

Børsloven § 4-2 inneholder bestemmelser om stemmerettsbegrensninger. Utvalget foreslår at bestemmelsen videreføres som ny § 3-4 som en konsekvens av videreføringen av

bestemmelsen om eierkontroll. Stemmerettsbegrensningen gjelder etter forslaget kun for børser, slik tilfellet er i dag. Bestemmelsen i børsloven § 4-3 om konsolidering bør etter utvalgets syn videreføres som ny § 3-5.»

Notering av egne utstedte aksjer

Utvalget viser videre til at direktivet ikke har særskilte regler om regulerte markeders adgang til å notere egne utstedte aksjer. Utvalget viser imidlertid til at direktivet i artikkel 39 bokstav a) krever at det regulerte markedet skal ha systemer for å identifisere og håndtere interessekonflikter. Utvalget finner ikke å foreslå endringer i gjeldende rett, «all den tid MiFID ikke inneholder regler om «egennotering». Utvalget foreslår at forbudet mot egennotering, samt det begrensede unntaket fra denne bestemmelsen for omsettelige verdipapirer utstedt av foretak som inngår i konsernforhold med det regulerte markedet videreføres i utkastet § 2-16.

Kapital- og likviditetskrav

Utvalget foreslår å videreføre børslovens regler om ansvarlig kapital og likviditetskrav i utkastet §§ 2-17 og 2-18. Utvalget viser til at direktivet ikke har slike spesifikke kapitalkrav, og at det heller ikke er kjent med at det eksisterer tilsvarende krav i andre land.

Kontrollkomité

Et særskilt spørsmål dreier seg om kontrollkomité for regulerte markeder. Utvalget har drøftet spørsmålet om gjeldende krav om kontrollkomité skal videreføres (NOU 2006: 3 pkt. 6.3.3.6):

«MiFID pålegger ikke regulerte markeder å ha kontrollkomiteer eller tilsvarende organ. I følge dagens børslov § 3-3 skal børs ha kontrollkomité på minst tre medlemmer valgt av generalforsamlingen. I NOU 1999: 3 (børsloven) begrunnes kravet om kontrollkomité blant annet som følger, jf. side 189:

«Utvalgets flertall (alle unntatt Bech, Frønsdal og Wilson) foreslår at børser skal ha kontrollkomité valgt av generalforsamlingen. Utvalget viser til at de lovbestemte kontrollkomitéene for henholdsvis Verdipapirsentralen og Norsk Oppgjørssentral ASA synes å fungere bra. På samme måte som disse institusjonene har børsen en særpreget og egenartet virksomhet og risiko. Særlig gjelder dette de tekniske risikoelementer med hensyn til elektroniske handelssystem, samt ansvar for levering av markeds- og kursinformasjon. Svikt i de tekniske systemer til en børs vil kunne få stor betydning for

verdipapirmarkedet generelt. På den annen side har børsen ikke risiko knyttet til forvaltning av kundemidler, og fyller ikke en monopolfunksjon slik for eksempel Verdipapirsentralen gjør, i den forstand at omsetningen av finansielle instrumenter kan finne sted utenom børs eller på andre markedsplasser. Utvalgets flertall finner at børsens egenart og avhengighet av tekniske systemer tilsier at børser bør ha kontrollkomité. Dette kan også bidra til børsens tilitt i markedet.»

Banklovkommisjonen har i NOU 1998: 4 foreslått å gjøre kontrollkomiteen til et frivillig organ for finansforetak på viss forutsetninger. Forslaget er ikke behandlet. Det vises for øvrig til vurderingene i Ot.prp. nr. 73 (1999-2000) (børsloven).

Etter utvalgets syn må det ved direktivgjennomføringen vurderes om ordningen med kontrollkomité skal gjøres generell (dvs. gjelde for alle regulerte markeder), eventuelt om dagens system skal videreføres eller om lovkravet for børser skal oppheves.

Gjennomføringen av MiFID medfører en i utgangspunktet ny regulatorisk situasjon for regulerte markeder og de andre aktørene i verdipapirmarkedet. Med MiFID reduseres den konsesjonsmessige beskyttelse børser og regulerte markeder har i dag. En MHF eller et verdipapirforetak som foretar systematisk internalisering kan konkurrere med det regulerte markedet både for så vidt gjelder handel i de finansielle instrumenter som er notert på det regulerte marked, og tiltrekke seg nye selskaper. Et regulert marked som ikke er børs kan drive nøyaktig samme virksomhet som børs i konkurranse med børsen. Et viktig formål med direktivet er nettopp å legge til rette for økt konkurranse mellom ulike måter å organisere handel og kursnotering på. Dessuten skal det legges til rette for økt konkurranse over landegrensene. Motstykket til dette er imidlertid at vilkårene for å drive de ulike av disse typer virksomhet blir likere, det vil si at det etableres en såkalt «level playing field».

For tilliten til verdipapirmarkedet er det viktig at norske institusjoner er underlagt regler som sikrer betryggende ledelse og organisering. Direktivet stiller i denne forbindelse en rekke spesifikke krav, jf. gjennomgangen i blant annet pkt. 6.4 og kapittel 7. Børser og regulerte markeder skal være underlagt myndighetenes tilsyn. Kredittilsynet utfører dette tilsynet dels ved en viss løpende kontroll, ulike godkjennelsesordninger og ved stedlige tilsyn, og har en rekke rettslige virkemidler i henhold til børsloven og kredittilsynsloven. Der børsen er delegert myndighet gjelder særskilte bestemmelser, jf. for eksempel forskrift 9.

desember 2005 nr. 1423 om gjennomføring av prospektkontrollen.

Børser og autoriserte markedsplasser skal i henhold til børsloven § 3-4 jf. § 6-8 ha internkontroll etablert av styret som skal være i tråd med Kredittilsynets internkontrollforskrift. Forskriften stiller krav til styre og ledelses kontrollansvar. Det stilles krav til at det for alle vesentlige deler av foretakets virksomhetsområder skal være ajourholdt dokumentasjon over kontrolltiltak med henvisning til instruks, fullmakter og arbeidsbeskrivelser. Minst en gang årlig skal det foretas og dokumenteres en gjennomgang av vesentlige risikoer og internkontrolltiltak som sikrer mot disse. I 2003 ble det innført et krav om at blant annet børser og autoriserte markedsplasser skal etablere internrevisjon i henhold til anerkjente standarder. Internrevisor velges av, rapporterer til, og får sin instruks og økonomiske rammer av selskapets styre.

I tillegg til at børser er underlagt alminnelige regler om finansiell revisjon kan Kredittilsynet gi nærmere regler om revisors arbeidsoppgaver, jf. børsloven § 3-5. Revisor har en plikt til straks å rapportere til Kredittilsynet ethvert forhold vedrørende virksomheten som han får kjennskap til under utøvelsen av sin revisjonsvirksomhet som kan innebære en overtredelse av bestemmelser som regulerer institusjonens virksomhet i den utstrekning overtredelsen kan medføre tilbakekall av konsesjon, skade den fortsatte drift av institusjonen, eller medføre at regnskapene ikke godkjennes eller at det tas forbehold, jf. kredittilsynsloven § 3a.

Med direktivet som bakteppe, er det etter utvalgets syn naturlig å vurdere spørsmålet om kontrollkomité på nytt. Komiteen fyller på mange måter samme funksjoner som Kredittilsynets tilsyn og internrevisjonen. Spørsmålet er ikke om en kontrollkomité kan bidra i tilsynet og kontroll, men om lovkravet sett i sammenheng med de mange tilsyns- og kontrollordningene som børser er underlagt forsværer en særordning som ikke gjelder for utenlandske konkurrenter. Etter utvalgets syn må dette som utgangspunkt besvares benektende. På denne bakgrunn foreslås at det for børser og andre regulerte markeder ikke stilles krav om kontrollkomité. Gitt at markeds- og tilsynsforholdene kan endre seg, foreslår utvalget likevel en forskriftshjemmel hvoretter det kan fastsettes regler om slik komité. Utvalget antar at forskriftshjemmelen særlig kan bli aktuell hvis Kredittilsynet ser et tydelig behov for kontrollkomité som et supplement til sitt tilsyn. Det vises til utkast til børsloven ny § 3-6.»

9.3.4 Høringsinstansenes merknader

Organisasjonsform

Ingen av høringsinstansene har merknader til utvalgets forslag på dette punktet.

Krav til ledelsen mv.

Nord Pool anfører følgende i forhold til direktivets artikkel 37:

MiFiD artikkel 37 stiller krav til «management» skal være «of sufficiently good reputation and sufficiently experienced» mens artikkel 38 sier at de som har «significant influence» over management skal være «suitable». I den norske tekst er dette samlet i en felles § 2-7, hvilket betyr at det er kvalifikasjonskrav også for styremedlemmer. Det er neppe behov for samme kvalifikasjonskrav for styremedlemmer som for markedets ledelse, og forslaget kan her gi et feilaktig inntrykk av hva som vil måtte bli praksis. »

Krav til eiere mv.

Kredittilsynet forutsetter dessuten at tremånedersfristen i utkastet § 2-14 tredje ledd ikke løper før Kredittilsynet har mottatt alle nødvendige opplysninger for å kunne foreta en forsvarlig egnethetsvurdering.

Nord Pool uttaler at man i forslaget generelt har «valgt å videreføre kravene i dagens norske børslov (med bl.a. eierbegrensninger) og så supplert med MiFiD kravene. Vi vil stille spørsmål om ikke man her burde ha tenkt mer offensivt i retning av harmonisering, men går ikke i detaljer på dette feltet.»

FNH/Sparebankforeningen har i eget brev av 19. juni 2006 omtalt spørsmålet om eierbegrensningsregler for børser:

«Lovutvalget drøfter på side 126 spørsmålet om eierkontroll for børser og autoriserte markedsplasser. For så vidt gjelder børser, påpekes det at norsk rett har bestemmelser om dette i dag i børsloven § 4-1, og at det har vært en drøftelse mellom norske myndigheter og EFTAs overvåkingorgan (ESA) om holdbarheten av denne bestemmelse i forhold til EØS-avtalen. Imidlertid har lovutvalget ikke sett det som en del av sitt mandat å vurdere disse spørsmål, og man baserer derfor sitt lovforslag på en ren videreføring av dagens bestemmelse.

Vi er vel kjent med de overveielser som ligger til grunn for dagens eierbegrensningsregler i børsloven av 2000. Finansnæringen har tidligere uttrykt støtte til hovedprinsippene i dette regelverket, ut fra den betraktning at absolutte eierbegrensninger kunne være et

egnet virkemiddel for å sikre børsens nøytralitet og tillit i markedet. Det ble herunder lagt til grunn at Oslo Børs hadde en de facto monopolstilling, og at eierbegrensningsreglene ville medvirke til maktspredning og hindre at enkelteiere og særinteresser skaffet seg en dominerende innflytelse som kunne true børsens selvstendighet og integritet og svekke tilliten til infrastrukturen.

Næringen mener likevel at tiden nå er moden for å oppheve det norske reguleringsregimet på dette området, som - så vidt vi kjenner til - ikke har direkte paralleller i andre EU- eller EØS-land. Forskjellen ligger særlig i at den norske lovordningen baserer seg på et generelt forbud kombinert med en skjønnsmessig adgang til dispensasjoner, mens man blant annet i Sverige og Danmark baserer seg på ordninger med eierkontroll basert på individuell prøving av eiernes egnethet i henhold til nærmere fastsatte kriterier.

Det reguleringsmessige bildet ligner derfor mye på situasjonen da de norske eierbegrensningsreglene for finansinstitusjoner ble endret ved en lovendring i juni 2003, med virkning fra 01.01.04. Også i det tilfellet ble den norske omleggingen påvirket av uttalelser fra EFTAs overvåkingsorgan (ESA), som ikke lot seg overbevise om at de norske reglene var i samsvar med EØS-prinsippene om fri bevegelighet av kapital. I lovfremlegget i Ot.prp. nr. 50 (2002-2003) påpekte Finansdepartementet at det var naturlig å foreta en evaluering av det tidligere regelverket, sett i lys av de markedsmessige og reguleringsmessige endringer som hadde funnet sted både nasjonalt og internasjonalt. Departementet fremholdt blant annet at det tidligere regimet med forbudsregler kunne fremstå som lite fleksibelt, og i noen tilfeller kunne favne videre enn det reguleringshensynene egentlig tilsa. Departementet understreket at de nye lovreglene som ble foreslått, bygget på EØS-direktivenes tilnærmingmåte og et skjønnsbasert system, men at man mente å ha trygg forankring for å foreslå enkelte regler som gikk noe lenger enn direktivene. Undersøkelser i andre EØS-land viste at det fantes et visst nasjonalt handlingsrom for slike tilleggskrav. Departementet bygget ellers lovforslagene på utredningen fra et eget lovutvalg, som hadde vært gjenstand for en bred høring, hvor næringen hadde avgitt en omfattende uttalelse.

Vi konstaterer at det foreløpig ikke er gjennomført noen tilsvarende utredning for å avklare om reguleringsbehovene i forbindelse med eierskap i børser vil kunne ivaretas gjennom et skjønnsbasert kontrollregime, slik det nye investeringstjenestedirektivet (MiFID) legger opp til. Følgelig er det heller ikke vurdert hvilket handlingsrom det eventuelt vil

være for mulige tilleggskrav ut over direktivet – sett i lys av hva som måtte være gjort i andre land i så henseende. Etter vårt syn bør departementet igangsette en slik utredning umiddelbart.

Næringens grunnleggende syn er at norske interesser vil være best tjent med at det nå gjennomføres en reform vedrørende eierkontroll for børser på linje med det som ble gjort i 2003 for finansinstitusjoner. Endringene i markedssituasjonen for verdipapirhandel med økt internasjonalisering og økt konkurranse mellom børser og andre markedsplasser gjør at det gradvis vil være mindre naturlig å oppfatte børsene som monopolinstitusjoner. Tilnærmingen i MiFID, hvor børsene inngår under fellesbetegnelsen «regulerte markeder», eller mer presist som «foretak som organiserer eller driver et multilateralt system der det legges til rette for regelmessig omsetning og opptak til handel av finansielle instrumenter i samsvar med markedets ufravikelige regler», må i denne sammenheng anses som en klar retningsanvisning.

Ett av formålene med MiFID har nettopp vært å løse opp på den monopolstilling enkelte børser har hatt i sitt hjemmemarked, gjennom den såkalte konsentrasjonsregelen, hvor alle handler i noterte papirer måtte slutes gjennom den aktuelle børs' handelssystemer. Med gjennomføring av MiFID vil handel i finansielle instrumenter opptatt til notering på en børs kunne slutes på en konkurrerende markedsplass, dersom denne markedsplassen finner det interessant. Også endringene i kravene til rapporteringsrutiner som følge av MiFID, vil bidra til å svekke de etablerte børsenes monopolstilling.

Vi mener derfor i utgangspunktet at de krav til eierne som foreslås for regulerte markeder i sin alminnelighet, jfr. § 2-14 i forslaget til ny børslov, bør være tilstrekkelige for fremtiden også for børser. En lovregulering etter disse linjer vil kunne gjøre det enklere å skaffe store langsiktige eiere til norske børser. Til sammenligning gir den dispensasjonsadgang som finnes etter dagens regelverk, kun rom for kortvarige dispensasjoner. En slik ordning er ikke egnet til å støtte opp om de langsiktige perspektiver som bør ligge til grunn for eierskap i en så viktig institusjon som Oslo Børs.

FNH og Sparebankforeningen vil på denne bakgrunn be om at departementet straks setter i gang arbeidet med en systemomlegging i norsk lovgivning på dette punkt. Ved å legge om systemet nå, kan man redusere risikoen for konflikter i forhold til EØS-avtalen. Både for norsk næringsliv og for myndighetene må det være helt utilfredsstillende at det skal hefte negativ oppmerksomhet ved en så vidt sentral del av norsk lovgivning.»

Notering av egne utstedte aksjer

Norges Bank mener at det ikke bør være et forbud for regulerte markeder mot å notere egne utstedte aksjer:

«Utvalget foreslår å videreføre dagens bestemmelser som forhindrer notering av egne aksjer på børser og autoriserte markedsplasser. *Norges Bank* har ikke kommentert disse bestemmelsene særskilt, men i brev av 7.5.2005 om ny børslov siteres fra merknadene om omdanning av Oslo Børs fra stiftelse til ASA: «Før auksjonen bør også alt være klart for omdannelse til ASA og notering på Oslo Børs.» Det innebærer at *Norges Bank* ikke anså at aksjene ikke kunne børsnoteres. Om en har tillit til at reglene om håndtering av interessekonflikter etterleves og at nødvendige prosedyrer for tilsyn med handel og overholding av informasjonsplikt m.m. er på plass, ser *Norges Bank* fortsatt ikke avgjørende grunner til at det skal være et forbud mot notering av egne aksjer.»

Kredittilsynet viser i sin høringsuttalelse til en sak hvor det ble gitt samtykke til notering av aksjer utstedt av selskap i samme konsern:

«Kredittilsynet er i det alt vesentlige enig i utvalgets vurdering mht. utk. § 2-16, som er en videreføring av gjeldende børslov § 4-4, som forbyr at regulert marked tar opp til notering verdipapirer utstedt av markedsplassen eller finansielle instrumenter knyttet til slike.

Kredittilsynet har hatt til vurdering spørsmålet om opptak til notering på Oslo Børs av aksjer utstedt av Oslo Børs Holding ASA. Kredittilsynet konkluderte med at slik notering kunne tillates, men at det måtte stilles særlige vilkår for dette.»

Kredittilsynet antar at de vilkår som ble stilt i den konkrete saken vil kunne inngå som momenter i forbindelse vurdering av om det bør gis samtykke etter utkastet § 2-16 annet ledd.

Kapital- og likviditetskrav

Ingen av høringsinstansene har merknader på dette punktet.

Kontrollkomité

Oslo Børs støtter utvalgets forslag om å oppheve kravet om kontrollkomité for børser, og i stedet innta en forskriftshjemmel som åpner for slik komité. *Norges Bank* ønsker på den annen side at kravet om kontrollkomité for børser lovfestes. *Justisdepartementet* er i tvil om dagens krav om kontrollkomité bør erstattes av en forskriftshjemmel, og uttaler:

«Kravet om kontrollkomité for børser ble innført etter en grundig avveining av de ulike hensynene som gjør seg gjeldende. I finanslovgivningen for øvrig er det også stilt krav om kontrollkomité, forsikringsvirksomhetsloven §§ 5-5 til 5-7, sparebankloven § 13, forretningsbankloven § 13 og finansieringsforetaksloven § 3-11.

Dersom Finansdepartementet finner grunn til å følge opp forslaget, bør det antakelig samtidig foretas en mer helhetlig gjennomgåelse av reglene om kontrollkomité i finansforetak.»

Ingen av de øvrige høringsinstansene har hatt merknader til utvalgets forslag.

9.3.5 Departementets vurdering

Generelt

Generelt vil departementet påpeke at MiFID ikke inneholder detaljerte regler om organisering av regulerte markeder. Bestemmelsene i rammedirektivet er mindre detaljerte enn bestemmelsene som regulerer verdipapirforetak. Videre finnes ikke utfyllende bestemmelser om organisering av regulerte markeder, verken i gjennomføringsdirektivet eller gjennomføringsforordningen. Det kan derfor legges til grunn at nasjonale myndigheter har noe større handlingsrom på dette området enn ved reguleringen av verdipapirforetak mv. Samtidig kan nettopp fraværet av detaljerte regler etter omstendighetene innebære at behovet for mer utfyllende regler på nasjonalt nivå er større på dette området, særlig i lys av den sentrale plass regulerte markeder fortsatt vil ha i den nasjonale finansielle infrastruktur. Den minimumsharmonisering som skjer for regulerte markeder, er imidlertid en nødvendig forutsetning for at regulerte markeder skal kunne operere innen hele EØS-området på bakgrunn av sin nasjonale konsesjon, jf nærmere om dette nedenfor i punkt 10.3. Dette vil øke konkurransen mellom de ulike markedsplassene i EØS-området, noe som også er et av de sentrale hensyn med MiFID. Denne økte konkurransen vil være et av flere momenter ved vurderingen av om det nasjonale handlingsrom ved reguleringen av regulerte markeder, bør utnyttes fullt ut eller om en bør legge seg nærmere direktivets minimumsløsninger.

Organisasjonsform

Departementet legger til grunn at det er hensiktsmessig å videreføre kravet om regulert marked skal organiseres som allmennaksjeselskap. Forslaget er i tråd med utvalgets utkast § 2-6, og gjelder for regulerte markeder generelt (dvs. også for børser). Det vises til lovforslaget § 9.

Krav til ledelsen mv.

Krav til ledelsen av regulert marked følger av direktivet artikkel 37. Utvalget har foreslått å gjennomføre disse kravene i utkastet § 2-7. Bestemmelsen bygger på gjeldende § 3-2. Departementet viser til at utkastet § 2-7 på enkelte punkter går noe lenger enn direktivets bestemmelser, men slutter seg til utvalgets forslag om å videreføre gjeldende krav til ledelsen i lovforslaget, jf. lovforslaget § 10. Departementet viser til utvalgets begrunnelse på dette punkt, jf. også ovenfor om generelle utgangspunkter. Bestemmelsen vil gjennomføre artikkel 37 nr. 1. Departementet legger til grunn at det ikke er nødvendig å særskilt gjennomføre artikkel 37 nr. 2 i lovforslaget. Det vises for øvrig til lovforslaget § 10.

Krav til eiere mv

Det følger av børsloven § 4-10 at ingen kan eie mer enn 10 pst. av aksjene i en norsk børs. EFTAs overvåkningsorgan har reist spørsmål ved om denne bestemmelsen er i samsvar med våre EØS-forpliktelser knyttet til fri bevegelse av kapital mv., senest i en grunngitt uttalelse datert 1. juni 2004. Norske myndigheter har fastholdt at en slik bestemmelse kan opprettholdes under læren om allmenne hensyn, siden regelen på en egnet og proporsjonal måte ivaretar hensynet til et velfungerende finansmarked, herunder behovet for uavhengige infrastrukturinstitusjoner i finansmarkedet, jf. senest Finansdepartementets svar på ESAs grunngitte uttalelse i brev 1. september 2004.

Uavhengig av vår adgang til å opprettholde gjeldende eierbegrensningsregler under læren om allmenne hensyn, kan det etter omstendighetene være naturlig å foreta en nærmere evaluering av gjeldende eierbegrensningsregler for infrastrukturinstitusjoner (dvs børs, verdipapirregistre og oppgjørssentraler). Dette synes også naturlig i lys av de vesentlige strukturendringer en har sett i det europeiske børsmarkedet de senere år. Etter departementets syn kan en slik evaluering bl.a. omfatte spørsmålet om gjeldende eierbegrensningsregler også i fremtiden vil være det mest egnede virkemiddel til å ivareta de grunnleggende hensyn bak regelverket, eller om for eksempel eierkontrollregler som finnes i finansieringsvirksomhetsloven kan være bedre egnet i så måte. Departementet tar sikte på å oppnevne en arbeidsgruppe e.l. som kan se nærmere på slike spørsmål.

Notering av egne utstedte aksjer

Departementet slutter seg til utvalgets forslag til ny § 2-16 om å videreføre gjeldende rett på dette

punktet, jf. også høringsuttalelsene fra Norges Bank og Kredittilsynet som departementet slutter seg til. Bestemmelsen om notering av egne aksjer vil bl.a. ihensynta kravet i MiFID artikkel 39 bokstav a), som krever at et regulert marked skal ha systemer for å påvise og håndtere interessekonflikter. Det vises til lovforslaget § 19.

Kapital- og likviditetskrav

Utvalget har foreslått å videreføre gjeldende kapitalkrav for børser i utkastet §§ 2-17 og 2-18. Bestemmelsene er mer presise enn kravet om «tilstrekkelig» kapital som følger av MiFID artikkel 39 bokstav f). Departementet legger til grunn at slike spesifikke kapitalkrav vil være hensiktsmessige og gi en særlig sikkerhet for den virksomheten som drives på det regulerte markedet, jf. også generell omtale ovenfor. Ingen høringsinstanser har hatt merknader til utvalgets utkast på dette punktet. Det vises til lovforslaget § 20 og § 21.

Kontrollkomité

I likhet med utvalget vil ikke departementet foreslå å videreføre en lovfestet plikt til å ha kontrollkomité for børser, eller innføre en slik plikt for regulerte markeder generelt. Det vises til utvalgets vurderinger som departementet i hovedsak slutter seg til. Departementet vil særlig understreke internkontrollforskriftens krav til styret og foretaks ledelsesansvar. I tråd med utvalgets utkast § 3-6 foreslås imidlertid at det gis en forskriftshjemmel som gir adgang til å gi regler om en kontrollkomité dersom utviklingen skulle vise at det oppstår behov for dette. Det vises til lovforslaget § 38.

Departementet slutter seg for øvrig til grunn at bestemmelsene om konsolidering av eierandeler videreføres, jf. lovforslaget § 18 og § 37.

9.4 Krav til rutiner med hensyn til organisering

9.4.1 Norsk rett

Børsloven §§ 5-1 og 6-4 regulerer generelle krav til virksomheten for henholdsvis børser og autoriserte markedsplasser. Det er også regler om at styret i børs og autoriserte markedsplasser skal fastsette regler for internkontroll, jf. børsloven § 3-4 og § 6-8. Børsloven § 3-7 har regler om habilitet, og bestemmelsen er gjort tilsvarende gjeldende for autoriserte markedsplasser, jf. § 6-8. Allmennaksjelovens regler om organisering vil også gjelde for børser og autoriserte markedsplasser, siden disse må være organisert som allmennaksjeselskaper, jf.

børsloven § 3-1 første ledd og § 6-1 første ledd. Utvalget har omtalt gjeldende rett med hensyn til organiseringen av børser og autoriserte markeds plasser, med utgangspunkt i de bestemmelsene som MiFID artikkel 39 oppstiller, og som gjelder:

- Interessekonflikter
- Tekniske systemer
- Handelsregler
- Gjennomføring av transaksjoner
- Finansielle ressurser
- Risikoer

Når det gjelder *interessekonflikter*, omtaler utvalget relevante norske bestemmelser knyttet til dette i NOU 2006: 3 pkt. 6.4.2.1:

«Børsloven har ingen eksplisitte bestemmelser om identifisering og håndtering av interessekonflikter. Etter § 5-1 første ledd skal børsvirksomhet drives med tilbørlig hensyn til prinsipper om effektivitet, nøytralitet og likebehandling. Det er i § 6-1 første ledd gitt en tilsvarende regel for virksomhet som autorisert markeds plass. Etter børsloven § 3-4 skal en børs' styre fastsette retningslinjer for internkontroll. Bestemmelsen er ikke gitt tilsvarende anvendelse for autoriserte markeds plasser. Det er i børsloven § 3-7 (som også gjelder for autoriserte markeds plasser, jf. § 6-8) gitt regler om habilitet som lyder:

«Tillitsvalgte og ansatte ved børs må ikke delta i behandlingen eller avgjørelsen av spørsmål som har slik særlig betydning for egen del eller for noen nærstående at vedkommende må anses for å ha en fremtredende personlig eller økonomisk særinteresse i saken. Vedkommende må heller ikke delta i behandlingen eller avgjørelsen av noe spørsmål som har fremtredende økonomisk særinteresse for selskap, forening eller annen offentlig eller privat institusjon som vedkommende er knyttet til.

Departementet kan i forskrift fastsette begrensninger i ansatte og tillitsvalgtes adgang til å ha styreverv eller bierverv i selskap hvis finansielle instrumenter er opptatt til notering og handel på vedkommende børs. Departementet kan fastsette tilsvarende begrensning for ansatte og tillitsvalgte i foretak som inngår i samme konsern som børs.»

De alminnelige bestemmelsene i allmennaksjeloven § 6-27 om habilitet mv. vil supplere børslovens regler på dette punktet. Reglene om habilitet har en side til børslovens virksomhetsbegrensning i den forstand at børsansattes habilitetskonflikter reduseres ved at børs kun kan drive virksomhet med en naturlig sammenheng med børsvirksomheten, jf. § 5-2 første

ledd. Hensynet til å unngå interessekonflikter begrunner også reglene om «egennotering» i § 4-4 og reglene om adgang til å eie finansielle instrumenter i § 3-8, jf. forskrift 30. mars 2001 nr. 324 om habilitetskrav for ansatte ved børs og autorisert markeds plass, samt om ansattes, tillitsvalgtes og deres nærståendes handel med finansielle instrumenter.»

Børsloven § 5-1 annet ledd og § 6-4 annet ledd stiller krav til børsens/markeds plassens *tekniske systemer*, og omtales nærmere av utvalget (NOU 2006: 3 pkt. 6.4.2.3):

«Etter børsloven § 5-1 annet ledd skal børs ha de systemer for gjennomføring av handel, kursnotering, gjennomsiktighet og markedsovervåking som er nødvendige i forhold til den måten virksomheten drives på. Tilsvarende gjelder for autoriserte markeds plasser etter § 6-4 annet ledd. Bestemmelsen er omtalt i NOU 1999: 3 (børsloven), jf. pkt. 20.4.2:

«Opptak av verdipapirer og organisering og gjennomføring av kursnotering vil fortsatt være kjernen i børsens virksomhet. Om selve opptakskravene vises til kapittel 20.4.5 nedenfor. Dette innebærer blant annet at børsen må sørge for å ha tilstrekkelig infrastruktur, herunder ressurser og tekniske systemer for å organisere og drive handelen på en hensiktsmessig måte i forhold til den handelsløsning som velges. Det sier seg selv at et teknologisk sammenbrudd i handelssystem, med fare for smitte til oppgjørssystemer og verdipapirregistreringsordninger, må søkes avverget. Det må derfor stilles strenge krav til igangsetting, drift og kontroll av den teknologi som benyttes i kursnoteringen på en børs.»»

Børsens og de autoriserte markeds plassene fastsetter selv sine *handelsregler* i sine forretningsvilkår. Børsloven § 5-3 regulerer kursnoteringen på børs. Bestemmelsen er gjort tilsvarende gjeldende for autoriserte markeds plasser, jf. § 6-8. Kursnotering foregår etter § 5-3 første ledd gjennom de kjøps- og salgsordrene som legges inn i handelssystemet, samt de avsluttede handlene som finner sted på eller rapporteres til børsen. I henhold til bestemmelsens annet ledd skal kursnoteringen offentliggjøres slik at den sikrer god gjennomsiktighet. Etter § 5-1 tredje ledd skal børsen fastsette nærmere regler om kursnotering, jf. de handelsreglene som blant annet Oslo Børs har fastsatt for sine medlemmer.

Utvalget viser til at MiFID har enkelte nærmere regler om hvilke krav som gjelder for regulert markeds *gjennomføring av transaksjoner*, og

redegjør for de norske reglene som er relevante i forhold til dette (NOU 2006: 3 pkt. 6.4.2.5):

«Det er i børsloven ingen regler som tilsvarende direktivet art. 39 bokstav e). Aksjer i norske allmennaksjeselskaper vil være registrert i et verdipapirregister, jf. allmennaksjeloven § 4-4 og verdipapirregisterloven § 2-1. Oslo Børs vil etter sine forretningsvilkår kun ta opp verdipapirer til handel så fremt disse er innført i et eierregister. Den nærmere gjennomføring av transaksjoner i finansielle instrumenter kan finne sted på flere måter. Mest typisk ved kunde/meglerhandler er det såkalte «VPO» oppgjøret (verdipapir- og forvalteroppgjøret i VPS og Norges Bank), jf. verdipapirregisterloven og lov om betalingstjenester kapittel 4. Verdipapirforetak skal etter vphl. § 9-6 melde handler i finansielle instrumenter i et verdipapirregister «samme dag» som avtale om handel inngås. I derivatmarkedet finnes ulike oppgjørssystemer. For eksempel «cleares» handelen på IMA-REX i fraktderivater av NOS Clearing ASA (her «cleares» også derivater som handles på Oslo Børs). I kraftmarkedet «cleares» handler med finansielle instrumenter (varederivatkontrakter) av Nord Pool Clearing (samt handler i disse som finner sted OTC, det vil si utenfor børs).»

Børsloven har ikke regler om håndtering osv. av *risikoen* for børsene og markedsplassene, men allmennaksjelovens regler i kapittel 6 om forsvarlig forvaltning av selskapet mv. gjelder for børser og autoriserte markedsplasser.

Når det gjelder kapitalkrav (*finansielle ressurser*) for børser og markedsplasser, vises det til omtalen ovenfor under pkt. 9.3 om organisasjonsform og eierforhold mv.

9.4.2 EØS-rett

MiFID artikkel 39 stiller krav til organiseringen av regulert marked. Utvalget har omtalt direktivets bestemmelser i NOU 2006: 3 pkt. 6.4.1. Bestemmelsen krever blant annet at det regulerte markedet har rutiner for å identifisere og håndtere interessekonflikter (NOU 2006: 3 pkt. 6.4.1.1):

«Direktivet har i art. 39 regler om rutiner for og organisering av regulerte markeder. Medlemsstatene skal etter bestemmelsen kreve at regulerte markeder:

«(a) to have arrangements to identify clearly and manage the potential adverse consequences, for the operation of the regulated market or for its participants, of any conflict of interest between the interest of the regulated market, its owners or its operator and the sound func-

tioning of the regulated market, and in particular where such conflicts of interest might prove prejudicial to the accomplishment of any functions delegated to the regulated market by the competent authority»

Etter bokstav a) skal et regulert marked treffe foranstaltninger («arrangements») som:

- På en klar måte identifiserer interessekonflikter mellom markedet, dets eiere og operator på den ene siden, og virksomheten som markedsplass («the sound functioning of the regulated market») på den annen.
- Håndterer de potensielt uheldige konsekvensene av slike interessekonflikter for det regulerte markedet eller dets deltagere.

Foranstaltningene er særlig viktige der et regulert marked har fått delegert tilsynsoppgaver fra den kompetente myndigheten.»

De øvrige bestemmelsen i MiFID som knytter seg til risikoer, tekniske systemer, handelsregler, gjennomføring av transaksjoner og finansielle ressurser, er nærmere omtalt av utvalget i NOU 2006: 3 pkt. 6.4.1.2 – 6.4.1.6:

«Etter art. 39 bokstav b) skal medlemsstatene kreve at et regulert marked er «adequately equipped» med hensyn til å håndtere de risikoene som markedet utsettes for. Videre skal et regulert marked treffe nødvendige foranstaltninger og ha nødvendige systemer for å identifisere all signifikant operasjonell risiko. Det regulerte markedet skal treffe de tiltak som er påkrevet for å avhjelpe den operasjonelle risikoen:

«(b) to be adequately equipped to manage the risks to which it is exposed, to implement appropriate arrangements and systems to identify all significant risks to its operation, and to put in place effective measures to mitigate those risks;»

Det må rimeligvis vurderes konkret hva som er «adequate measures» og «significant risks to its operations». Tilsvarende vil det variere hva som kan anses som «appropriate measures and systems».

I art. 39 bokstav c) stilles det krav til et regulert markeds tekniske systemer. Dette skal være robust og det skal finnes et reservesystem i tilfelle uforutsette hendelser («disruptions»):

«(c) to have arrangements for the sound management of the technical operations of the system, including the establishment of effective contingency arrangements to cope with risks of systems disruptions;»

De tekniske systemene det siktes til i art. 39 bokstav c) vil i det alt vesentligste være datasystemene som benyttes for handel, offentliggjøring av informasjon mv.

Etter art. 39 lita d) skal medlemsstatene kreve at et regulert marked har gjennomsiktede og ikke-diskresjonære regler og prosedyrer som legger til rette for rettferdig og ordnet handel. Reglene og prosedyrene skal videre ha objektive kriterier for en effektiv gjennomføring av ordre:

«(d) to have transparent and non-discretionary rules and procedures that provide for fair and orderly trading and establish objective criteria for the efficient execution of orders;»

I følge art. 39 bokstav e) skal et regulert marked ha «effective arrangements» for å legge til rette for en effektiv og tidsmessig gjennomføring («finalisation») av gjennomførte transaksjoner:

«(e) to have effective arrangements to facilitate the efficient and timely finalisation of the transactions executed under its systems;»

Bestemmelsen regulerer ikke oppgjør («clearing») av handler i finansielle instrumenter, men pålegger markedsplassen å legge forholdene til rette slik at transaksjoner kan gjennomføres. Art. 46 omhandler grenseoverskridende «clearing». Det vises til omtalen i utredningen pkt. 7.6.

Et regulert marked skal etter art. 39 bokstav f) ha tilstrekkelige finansielle ressurser slik at markedet fungerer hensiktsmessig («orderly»):

«(f) to have available, at the time of authorisation and on an ongoing basis, sufficient financial resources to facilitate its orderly functioning, having regard to the nature and extent of the transactions concluded on the market and the range and degree of the risks to which it is exposed.»

Kravet etter bokstav f) gjelder på tidspunktet for tillatelse, og løpende. Det skal etter bestemmelsen sees hen til virksomheten på markedet («the nature and extent of the transactions concluded»), samt typen og omfanget av risikoene som markedet er utsatt for. Det må derved vurderes konkret hva som er tilstrekkelig finansielle ressurser.»

9.4.3 Utvalgets forslag

Utvalget konkluderer innledningsvis med at norsk rett langt på vei tilfredsstiller direktivets krav til organisering av regulert marked. Utvalget foreslår imidlertid en ny bestemmelse i utkastet § 2-10 til

gjennomføring av artikkel 39 bokstav a), b), d) og e). Utvalget legger videre til grunn at markedet selv kan vedta strengere regler enn direktivet oppstiller (selvregulering). Den foreslåtte bestemmelsen i utkastet § 2-10 gjelder generelt for regulerte markeder. Utvalget omtaler sine forslag i NOU 2006: 3 pkt. 6.4.3.2 til 6.4.3.7:

«Børsloven har ingen eksplisitte regler om interessekonflikter. I sum antar utvalget likevel at dagens regler langt på vei ivaretar de hensynene som art. 39 bokstav a) bygger på. Utvalget foreslår at det i § 2-10 inntas en bokstav a) hvor etter et regulert marked pålegges å treffe nødvendige tiltak for:

«identifisering og håndtering av interessekonflikter mellom det regulerte markedet eller dets eiere på den ene siden og markedets oppgaver og funksjon på den annen»

Bestemmelsen er nødvendigvis noe skjønnsmessig utformet ettersom det springende punkt vil være forholdet mellom markedet (eller eierne) på den ene siden og «the sound functioning of the market» på den annen. Utvalget presiserer at et regulert marked både skal identifisere og håndtere interessekonflikter. Hensynet til markedets oppgaver og funksjoner må i nødvendig grad gis forrang foran det regulerte markedet/eiernes interesser, i tilfelle interessemotstrid. Det må vurderes konkret hvilke foranstaltninger som må treffes i tilfelle det oppstår en interessekonflikt mellom markedet/dets eiere på den ene siden og markedets oppgaver/funksjon på den annen. Det kan reises spørsmål om det er nødvendig å innta presiseringen til slutt i bokstav a) i den norske lovbestemmelsen, jf. «in particular where such conflicts might prove prejudicial». Utvalget antar at dette kan besvares benektende, ettersom kravene som stilles til identifisering og håndtering av interessekonflikter vil gjelde generelt. Det foreslås på denne bakgrunn at presiseringen til slutt i bokstav a) ikke inntas i § 2-10.

Utvalget foreslår for øvrig at habilitetsbestemmelsen i dagens børslov § 3-7 videreføres i en ny § 2-12. Bestemmelsen krever at tillitsvalgte og ansatte ikke «deltar i behandlingen eller avgjørelsen av spørsmål...», som rimeligvis er noe annet enn et krav om å betryggende rutiner.

Etter art. 39 bokstav b) skal et regulert marked være «adequately equipped» for å håndtere risikoene som markedet utsettes for. Det skal videre treffes nødvendige tiltak med hensyn til å identifisere og håndtere operasjonell risiko. Utvalget antar at norsk rett oppfyller kravene i bokstav b) gjennom de alminnelige kravene

som stilles til en børs og autorisert markeds plass virksomhet, jf. børsloven §§ 5-1 og 6-4, samt kravet for børs' internkontroll i § og 3-4. Utvalget foreslår langt på vei at gjeldende virksomhetsregler videreføres, jf. pkt. 2.19. I tillegg foreslås det en egen bestemmelse om gjennomføring av art. 39 bokstav b), nærmere bestemt om identifisering og håndtering av signifikante risikoer som virksomheten utsettes for. Det vises til forslaget til § 2-10 bokstav b) og omtalen i de spesielle motivene.

Krav til regulerte markeders tekniske systemer, herunder sikkerhetssystemer følger av art. 39 bokstav c). Etter børsloven § 5-1 annet ledd skal børs ha «de systemer for gjennomføring av handel ... som er nødvendige i forhold til den måten virksomheten er organisert på». Tilsvarende gjelder for autoriserte markeds plasser etter børsloven § 6-4 annet ledd. Konesjon som børs eller autoriser markeds plass vil ikke bli gitt med mindre de tekniske systemene er robuste og sikre. Både Oslo Børs og Nord Pool har såkalte «disaster sites» som skal sikre at handelen kan opprettholdes selv om en uforutsett begivenhet skulle ramme børsen. Utvalget kan ikke se behov for å endre gjeldende rett i lys av art. 39 bokstav d). Det vises til forslaget til ny § 2-19 der de generelle kravene til et regulert markeds virksomhet fremkommer. I nødvendig grad kan Kredittilsynet gi pålegg om retting dersom et regulert markeds tekniske systemer ikke oppfyller kravene i § 2-19, jf. lovutkastet § 4-4.

Direktivets krav til regulerte markeders handelsregler følger av art. 39 bokstav d). Bestemmelsen stiller vilkår om ikke-diskresjonære «rules and procedures» som sørger for rettferdig («fair») og ordnet handel, og som etablerer objektive kriterier for en effektiv gjennomføring av ordre. Børsloven har regler om kursnotering og handel i §§ 5-1 og 5-3 (sistnevnte gjelder også for autoriserte markeds plasser, jf. § 6-8). Oslo Børs, Nord Pool og IMAREX har alle handelsregler som tilfredsstiller vilkårene i art. 39 bokstav d). Det kan likevel reises spørsmål om norsk rett fullt ut er på linje med direktivreguleringen på dette punktet, all den tid lovkravene som stilles er beskjedne. Utvalget foreslår følgelig at det i ny § 2-10 i bokstav c) inntas en bestemmelse som gjennomfører bokstav d). Etter forslaget skal regulerte markeder fastsette interne regler og treffe nødvendige tiltak som sikrer:

«gjennomsiktige og faste handelsregler og prosedyrer, herunder etablering av objektive kriterier for effektiv gjennomføring av ordre, jf. § 2-21»

Etter forslaget skal regulerte markeders handelsregler være gjennomsiktige og «faste».

Sistnevnte vilkår gjennomfører direktivets «non-discretionary». Vilkåret medfører ikke at enhver ordre skal kunne gjennomføres (åpenbart gale ordre må for eksempel kunne trekkes av markeds plassen), men at det skal finnes forutsigbare og tydelige regler om handel. Direktivet stiller krav om at handelsreglene skal være «fair» og legge til rette for «orderly» handel. Utvalget antar ikke at det er nødvendig å eksplisitt innta disse vilkårene i den norske lovbestemmelsen. Kravene vil følge av de generelle virksomhetsbestemmelsene i ny § 2-19. Det kan uansett i lys av den nye regulatoriske konkurransesituasjonen vanskelig tenkes et regulert marked som ikke har handelsregler som tilfredsstiller direktivet på dette punktet. De nærmere handelsreglene vil fastsettes av markedet selv. Det er i forslaget inntatt en henvisning til ny § 2-21 for å tydeliggjøre dette.

Etter art. 39 bokstav e) skal en medlemsstat kreve at et regulert marked har effektive ordninger «to facilitate» en effektiv og tidsmessig gjennomføring av transaksjoner. Bestemmelsen innebærer ikke noe krav om å forestå selve oppgjøret. Utvalget antar at direktivet typisk vil kunne tilfredsstilles ved at det regulerte markedet stiller krav om at verdipapirene som skal noteres, må være registrert i et verdipapirregister. [20] For norske allmennaksjeselskapers vedkommende følger dette av allmennaksjeloven og verdipapirregisterloven. Utvalget foreslår at art. 39 bokstav e) gjennomføres som ny § 2-10 bokstav d) i børsloven. Det foreslås ikke å innta noen mer presis angivelse av hva slike effektive foranstaltninger vil være. Det enkelte regulerte marked må derved, som i dag, vurdere konkret hvilke vilkår som skal stilles for opptak, sett i lys av behovet for en effektiv gjennomføring av transaksjoner.

Børsloven §§ 4-5 og 4-6 tilfredsstiller MiFID art. 39 bokstav f). Utvalget foreslår at gjeldende rett videreføres i form av nye §§ 2-17 og 2-18, jf. pkt. 6.3.3.6.»

9.4.4 Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet uttaler:

«Generelt

I innledningen til utk. børsloven § 2-10 vil Kredittilsynet foreslå at «..fastsette interne regler..» erstattes med «.. (til enhver tid) ha tilstrekkelige interne regler og systemer ..».

Etter Kredittilsynets vurdering vil dette bedre presisere at markedet i nødvendig grad må ha it-systemer og andre operative kvalitets-sikringssystemer på plass for å sikre at de mer spesifikke kravene i bestemmelsen ivaretas.

Utk. børsloven § 2-10 pkt. a)

Kredittilsynet vil foreslå at utk. børsloven § 2-10 pkt a) om identifisering og håndtering av interessekonflikter utvides til å gjelde interessekonflikter generelt. Dette kan antakelig best gjøres ved at det stilles opp en generell hovedregel, med tillegg av de særlige forhold som er nevnt i utk. § 2-10 pkt. a.

Utk. børsloven § 2-10 pkt. b)

Når det gjelder utk. børsloven § 2-10 pkt. b) om identifisering av risiko vil Kredittilsynet foreslå at det noe fremmedartede «signifikante» erstattes av «risikoer av betydning for virksomheten». Det vises til at det er disse som har interesse og betydning for virksomheten, samtidig som formuleringen må antas å være et bedre norsk lovmessig uttrykk for direktivkravet.

Slik Kredittilsynet leser art. 39 pkt. a) legger denne betydelig vekt på identifikasjon og håndtering av mulige negative følger for funksjonen av markedet og dets brukere som følge av interessekonflikter mellom disse og markedets eiere og operatør. Skal direktivets bestemmelser om dette ha noen mening, må det være at den videre betydningen er at hensynet til markedets funksjon og dets medlemmer skal tillegges avgjørende vekt når operatøren skal handle eller foreta beslutninger under slike interessekonflikter. Under pkt. 6.4.3.2. viser utvalget til at hensynet til markedets oppgaver og funksjoner må i nødvendig grad gis forrang foran det regulerte markedet/eiernes interesser, i tilfelle interessemotstrid.

Kredittilsynets understreker at det ligger i hele formålet med virksomheten at hensynet til markedets oppgaver og funksjoner og dets brukere skal gis forrang, og at hensynet til eierne og operatøren bare kan tillegges vekt når dette også er forenlig med markedets og brukernes interesser. «Brukerne» må i utgangspunktet

sees som en gruppe, og Kredittilsynet vil presisere her at hensynet til et stabilt og regelmessig marked må ansees å være i brukernes interesser. Det ligger i dette også en forutsetning om at driften av markedet er økonomisk forsvarelig, og det er ingen motstrid mellom dette og at eierne ønsker en avkastning av sin investering. Det er likevel helt sentralt at i mer konkrete saker under den løpende driften av markedet kan ikke hensynet til eierne av markedet eller operatøren av dette tillegges vekt. Da skal hensynet til markedets funksjon og de berettigete forventninger fra brukerne av markedet som helhet gis prioritet. Det vises i denne forbindelse til utk. vphl. § 10-12 første ledd.»

Ingen av de øvrige høringsinstansene har hatt merknader til dette punktet.

9.4.5 Departementets vurdering

Departementet legger til grunn at de organisatoriske krav i artikkel 39 i det alt vesentligste er gjennomført i norsk rett allerede. Departementet slutter seg imidlertid til utvalgets utkast til uttrykkelig gjennomføring av artikkel 39, jf. forslaget til ny lov om regulerte markeder § 13 (utkastet § 2-10). I motsetning til utvalget, foreslår departementet også en uttrykkelig bestemmelse til gjennomføring av direktivets artikkel 39 bokstav c) om tekniske forhold og reserveløsninger. I likhet med utvalget, antar departementet at bestemmelsen om kapital i artikkel 39 nr. f) må anses gjennomført i lovforslaget §§ 20 og 21 (jf. utkastet til ny lov om regulerte markeder §§ 2-17 og 2-18). Det foreslås for øvrig enkelte tekniske endringer i bestemmelsens ordlyd i forhold til utvalgets utkast, jf også Kredittilsynets høringsuttalelse.

10 Regulerte markeder – virksomhetsregler

10.1 Opptak til handel

10.1.1 Norsk rett

Børsloven § 5-6 regulerer opptak til notering på børs. Paragraf 6-7 i samme lov regulerer opptak til notering og handel på autorisert markedsplass. Det er gitt utfyllende bestemmelser om notering i børsforskriftens kapittel 1 til 3. Utvalget beskriver gjeldende rett i NOU 2006: 3 pkt. 7.1.2. Utvalget viser i den forbindelse også til at Oslo Børs, IMA-REX og Nord Pool har fastsatt utfyllende regler om notering i sine vilkår. Utvalget redegjør for børsloven § 5-6 om børsnotering på følgende måte (NOU 2006: 3 pkt. 7.1.2.2):

«Hovedregelen om børsnotering følger av børsloven § 5-6 første ledd første og annet punktum:

«Finansielle instrumenter kan opptas til børsnotering dersom vedkommende børs finner at de finansielle instrumentene er egnet for dette og kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning. Opptak til børsnotering av omsettelige verdipapirer kan bare skje etter søknad fra utstederen.»

Det er i bestemmelsen stilt tre grunnvilkår for børsnotering. For det første må et finansielt instrument anses «egnet» for notering. Det er den enkelte børs som skal foreta denne vurderingen (likevel slik at de nærmere vilkårene for notering også må være tilstede). Videre må et finansielt instrument som skal noteres «forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning». Ved avgjørelsen av om et omsettelig verdipapir skal anses egnet for børsnotering skal det blant annet legges vekt på utstederforetakets økonomi, jf. tredje punktum. Vilkåret om regelmessig omsetning er etter ordlyden ikke et «løpende» vilkår, og et finansielt instrument kan i utgangspunktet forbli notert selv om det er svært lav likviditet i instrumentet. Til slutt forutsetter børsnotering en søknad fra utsteder. Det er følgelig ikke adgang til såkalt «unsponsored listing» etter børsloven § 5-6.

Nærmere krav til børsnotering av visse derivater følger av børsloven § 5-6 første ledd femte punktum:

«Opptak til børsnotering av finansielle instrumenter som nevnt i verdipapirhandelloven § 1-2 annet ledd nr. 4 til 7, kan skje dersom det fore-

ligger en betydelig handel med betryggende kursfastsettelse i det eller de underliggende finansielle instrumentene eller dersom det av et prospekt etter annet ledd i paragrafen her eller etter verdipapirhandelloven § 5-1 fremgår at slik handel må forventes å skje innen seks måneder fra tidspunktet fra offentliggjøring av prospektet.»

Bestemmelsen er i forarbeidene omtalt slik, jf. NOU 1999: 3 (børsloven) side 262:

«Det understrekes at dette ikke skal innebære et krav om at nevnte handel og kursfastsettelse må skje ved samme børs, dersom børsen anser at markedet og børsmedlemmene har forsvarlig informasjonsgrunnlag om slik handel og kursnotering ved en annen børs eller markedsplass.»

I den grad det ikke finner sted omsetning av det underliggende, kan notering likevel finne sted, forutsatt at det utarbeides prospekt hvor det fremgår at slik omsetning må forventes innen seks måneder.

Børsnotering av varederivater er regulert i børsloven § 5-6 første ledd sjette punktum. Her fremkommer det at børsnotering kun kan skje dersom det foreligger en betydelig handel med betryggende prisfastsettelse i den eller de underliggende varer eller tjenester. Til illustrasjon omsettes fysisk kraft på Nord Pools spotmarked, mens forward- og future kontrakter på kraften er notert på det finansielle markedet.

Børsloven § 5-6 annet ledd inneholder regler om utarbeidelse av prospekt ved børsnotering. Utgangspunktet er at prospekt skal offentliggjøres før kursnoteringen starter. De nærmere kravene til slikt prospekt følger etter gjennomføringen av direktiv 2003/71/EF (prospektdirektivet) av vphl. kapittel 5 med forskrifter. Hjemmel for fastsettelse av nærmere regler om børsnotering følger av § 5-6 tredje ledd:

«Departementet kan i forskrift gi nærmere regler om vilkår for å oppta finansielle instrumenter til børsnotering, herunder om utstедers løpende forpliktelser, om utarbeidelse og offentliggjøring av prospekt eller andre opplysninger. Departementet kan i forskrift fastsette unntak fra kravet i første ledd om søknad fra utsteder av omsettelige verdipapirer som er børsnotert ved annen børs, samt fra reglene om

utsteders opplysningsplikt i § 5-7 for omsettelige verdipapirer som er børsnotert.»

Det kan i forskrift fastsettes unntak fra kravet om søknad fra utsteder ved børsnotering av omsettelig verdipapir som er notert på annen børs. I tilfelle kan det også gis unntak fra utsteders opplysningsplikt etter § 5-7.

Nærmere regler om vilkår for og søknad om børsnotering av aksjer, obligasjoner, tegningsretter mv. følger av børsforskriften.»

Utvalget omtaler også børslovens regler om notering på autoriserte markedsplasser (NOU 2006: 3 pkt. 7.1.2.3):

«Børslovens utgangspunkt er at autorisert markedsplass selv skal fastsette regler om opptak til notering, jf. § 6-4 tredje ledd:

«Til utfylling av denne lov med forskrifter skal markedsplassen fastsette regler og forretningsvilkår om opptak til notering og handel, kursnotering, samt om rettigheter og plikter for utsteder av finansielle instrumenter som er opptatt til notering og handel og for markedsplassens medlemmer. Markedsplassens regler og forretningsvilkår, og endringer i disse skal innsendes til Kredittilsynet. Kredittilsynet kan kreve disse endret dersom de ikke oppfyller lov eller forskrift. Kredittilsynet kan fastsette frist for innføring av endring og tillegg i regler og forretningsvilkår før endringen eller tillegget settes i verk.»

Hovedregelen blir derved at det er opp til markedsplassen å avgjøre hva slags instrumenter som skal noteres, og på hvilke vilkår noteringen skal finne sted, jf. Ot.prp. nr. 73 (1999-2000) om ny børslov pkt. 8.3.11.3:

«Departementet slutter seg til utvalgets forslag om ikke å fastsette vilkår i børsloven for opptak av finansielle instrumenter til notering og handel på autoriserte markedsplasser. I motsetning til det som gjelder for børs stiller ikke EØS-reglene krav til opptakskriterier for autoriserte markedsplasser. I lovforslaget § 6-4 tredje ledd er det foreslått at markedsplassen til utfylling av børsloven med forskrifter skal fastsette regler og forretningsvilkår som regulerer vilkår for opptak av finansielle instrumenter til notering og handel på markedsplassen.»

Utgangspunktet over er til en viss grad fraveket i børslovens § 6-7. Reglene her er likevel mindre omfattende enn kravene i lovens del 2. I NOU 1999: 3 (børsloven) pkt. 22.2.1 heter det som følger:

«Utvalget legger på bakgrunn av drøftelsene i kapittel 16 til grunn at en autorisert markedsplass skal oppfylle de minimumsvilkår som investeringstjenestedirektivet art. 1 nr 13 setter

for et regulert marked. Det er derimot en forutsetning at autoriserte markedsplasser ikke skal pålegges å oppfylle opptaksdirektivet med dets krav for opptak til offisiell notering. Etter utvalgets oppfatning vil skillet mellom børs og autorisert markedsplass særlig ligge i opptaksreglene. Det er her behovet ligger for nyetablerte og/eller mindre foretak. Disse selskapene kan ha problemer med å hente inn risikokapital fordi de ikke oppfyller opptakskravene på børsene.»

Børsloven § 6-7 har regler om opptak til notering og handel på autoriserte markedsplasser. Etter første ledd kan opptak av omsettelige verdipapirer kun skje etter søknad fra utsteder. Etter § 6-7 annet ledd skal det utarbeides prospekt ved opptak til notering og handel på autorisert markedsplass. I § 6-7 tredje ledd første punktum presiseres det at autoriserte markedsplasser kan oppta børsnoterte finansielle instrumenter til notering og handel. Presiseringen er strengt tatt unødvendig all den tid en autorisert markedsplass i utgangspunktet selv bestemmer hvilke finansielle instrumenter den vil notere, samt vilkårene som skal gjelde for denne noteringen. Departementet kan etter § 6-7 tredje ledd annet punktum fastsette nærmere regler om notering av børsnoterte omsettelige verdipapirer på autorisert markedsplass, herunder at det skal dispenseres fra kravet om søknad etter første ledd. Transaksjoner i børsnoterte finansielle instrumenter som gjennomføres på en autorisert markedsplass, skal rapporteres til vedkommende børs etter nærmere regler, jf. § 6-7 tredje ledd tredje punktum.»

10.1.2 EØS-rett

MiFID har regler om opptak av finansielle instrumenter til notering i artikkel 40. Det er gitt utfyllende regler til denne bestemmelsen i gjennomføringsforordningen artikkel 35 (om opptak av omsettelige verdipapirer), 36 (om opptak av verdipapirfundsandeler) og 37 (om opptak av derivater).

Det følger av MiFID artikkel 40 at det er det regulerte markedet selv som skal fastsette regler for opptak til notering. Artikkel 40, og de tilhørende utfyllende rettsaktene i forordningen, pålegger imidlertid medlemsstatene å stille nærmere angitte krav til disse opptaksreglene. Det følger blant annet av artikkel 40 nr. 1 at medlemsstatene skal kreve at det regulerte markedet har opptaksregler som er klare og transparente («clear and transparent») for finansielle instrumenter. Utvalget viser for øvrig til at det enkelte regulerte marked har adgang til å fastsette strengere regler, og viser i den forbindelse til fortalens pkt. 57:

«A regulated market should not be prevented from applying more demanding requirements in respect of the issuers of securities or instruments which it is considering for admission to trading than are imposed pursuant to this Directive.»

Forholdet til opptaksdirektivet (direktiv 2001/34/EF) er omtalt av utvalget på følgende måte (NOU 2006: 3 pkt. 7.1.1.1 tredje avsnitt):

«Reglene i art. 40 om opptak av finansielle instrumenter til handel gjelder generelt for regulerte markeder. For de regulerte markedene som er «stock exchanges» gjelder det tilleggskrav om opptak til «official listing», jf. direktiv 2001/34/EF (opptaksdirektivet) og fortalen til MiFID pkt. 57 første punktum. I tilfelle motstrid mellom MiFID og opptaksdirektivet skal sistnevnte gis forrang, jf. samme referanse.»

Utvalget har videre redegjort for MiFIDs krav til opptaksreglene på følgende måte (NOU 2006: 3 pkt. 7.1.1.2):

«I følge art. 40 nr. 1 første ledd skal medlemsstatene stille vilkår om klare og gjennomsiktede opptaksregler:

«Member States shall require that regulated markets have clear and transparent rules regarding the admission of financial instruments to trading»

Etter annet ledd i bestemmelsen skal reglene sikre at ethvert finansielt instrument som er tatt opp til handel på et regulert marked, kan omsettes på en rettmessig, ordet og effektiv måte. Reglene skal videre stille vilkår om at omsettelige verdipapirer er fritt omsettelig:

«Those rules shall ensure that any financial instruments admitted to trading in a regulated market are capable of being traded in a fair, orderly and efficient manner and, in the case of transferable securities, are freely negotiable.»

Det kan reises spørsmål om opptaksreglene kun skal stille krav om at de aktuelle instrumentene skal kunne omsettes på en rettmessig, ordnet og effektiv måte, eller om det også skal stilles vilkår om et visst minimumsnivå for så vidt gjelder forventet omsetning. Ordlyden kan sies å tale for første alternativ.

Etter art. 40 nr. 6 bokstav a) skal det fastsettes nærmere regler om opptaksvilkårene:

«(a) specify the characteristics of different classes of instruments to be taken into account by the regulated market when assessing whether an instrument is issued in a manner consistent with the conditions laid down in the second subparagraph of paragraph 1 for admission to

trading on the different market segments which it operates;»

Etter art. 40 nr. 2 skal det regulerte markedets regler stille visse tilleggsvilkår med hensyn til opptak av derivater til handel:

«In the case of derivatives, the rules shall ensure in particular that the design of the derivative contract allows for its orderly pricing as well as for the existence of effective settlement conditions.»

Som det fremgår, skal det regulerte markedets opptaksregelverk sikre at utformingen av derivatkontraktene er slik at det kan finne sted en ordnet prising/prisdannelse. Det er etter ordlyden ikke stilt krav om et velfungerende marked for det underliggende. I tillegg skal regelverket sikre at det finnes effektive oppgjørforhold, jf. «existence of effective settlement conditions». Det er i art. 40 nr. 2 ikke stilt krav om at det regulerte markedet selv skal forestå oppgjøret av transaksjoner.»

MiFID oppstiller enkelte tilleggskrav til det regulerte markedet, hva angår «kontroll» med at utstederne oppfyller sine forpliktelser knyttet til løpende og periodisk informasjon. Utvalget omtaler disse bestemmelsene i NOU 2006: 3 pkt. 7.1.1.3:

«Etter art. 40 nr. 3 skal regulerte markeder forsikre seg om at utstedere av omsettelige verdipapirer etterlever sine løpende og periodiske informasjonsforpliktelser, herunder prospektreglene ved opptak:

«In addition to the obligations set out in paragraphs 1 and 2, Member States shall require the regulated market to establish and maintain effective arrangements to verify that issuers of transferable securities that are admitted to trading on the regulated market comply with their obligations under Community law in respect of initial, ongoing or ad hoc disclosure obligations.»

Det kan reises spørsmål om hva som ligger i «establish and maintain effective arrangements». Det synes riktig å legge til grunn at det regulerte markedet kun skal forsikre seg om («verify», «kontrollere» i den danske versjonen) at utstederne etterlever sine forpliktelser. Slik forsikring kan formentlig søkes på flere måter. Bestemmelsen er trolig mest praktisk for EØS-land der samme finansielle instrument er opptatt til handel på flere regulerte markeder og/eller flere tilsynsmyndigheter som skal påse at utstederforetaket etterlever sine forpliktelser. De nærmere fellesskapsreglene om kontroll med utstedernes periodiske og løpende rapportering følger av direktiv 2003/6/EF (markedsmissbruk) og 2004/19/EF

(transparency). Kravene til prospekt ved opptak til handel følger av direktiv 2003/71/EF (prospekter). De nærmere vilkårene for et regulert markeds «arrangements» i denne forbindelse skal fastsettes i form av nivå-2 lovgivning, jf. art. 40 nr. 6 bokstav b):

«(b) clarify the arrangements that the regulated market is to implement so as to be considered to have fulfilled its obligation to verify that the issuer of a transferable security complies with its obligations under Community law in respect of initial, ongoing or ad hoc disclosure obligations;»

Etter art. 40 nr. 3 annet ledd skal medlemmer på regulerte markeder gis tilgang på opplysninger som offentliggjøres som følge av fellesskapsretten:

«Member States shall ensure that the regulated market establishes arrangements which facilitate its members or participants in obtaining access to information which has been made public under Community law.»

Det kan også her stilles spørsmål om hva som ligger i kravet om «arrangements». Bestemmelsen er trolig mest relevant der det er flere regulerte markeder der de samme finansielle instrumentene er opptatt til handel, og/eller flere mekanismer for periodisk og løpende offentliggjøring av informasjon. Hensynet bak bestemmelsen er presumptivt å sørge for at medlemmer har relevante opplysninger slik at deres kunder kan gis best mulig service i forbindelse med sine investeringsbeslutninger. Også her skal det fastsettes nærmere regler, jf. art. 40 nr. 6 bokstav c) som lyder:

«(c) clarify the arrangements that the regulated market has to establish pursuant to paragraph 3 in order to facilitate its members or participants in obtaining access to information which has been made public under the conditions established by Community law.»

Det vises til utredningen del 2 med hensyn til reglene om periodisk og løpende offentliggjøring av informasjonspliktige opplysninger.

Etter art. 40 nr. 4 skal regulerte markeder «regularly» påse at vilkårene for opptak av finansielle instrumenter til handel etterleves:

«Member States shall ensure that regulated markets have established the necessary arrangements to review regularly the compliance with the admission requirements of the financial instruments which they admit to trading.»

Art. 40 nr. 4 stiller krav om at det regulerte markedet kontrollerer at opptaksvilkårene blir

fulgt. De nærmere kravene til slike «necessary arrangements» fremgår derimot ikke av bestemmelsen. Det må rimeligvis vurderes konkret hvilke foranstaltninger et regulert marked må treffe i denne forbindelse, jf. pkt. 7.1.3 under.»

«Un-sponsored listing» innebærer at et finansielt instrument opptas til notering på et annet regulert marked uten utsteders samtykke. Dette reguleres av MiFID artikkel 40 nr. 5, for det tilfelle at omsettelige verdipapirer tas opp til handel på et annet regulert marked enn der det i utgangspunktet er notert. Utvalget redegjør for denne bestemmelsen i NOU 2006: 3 pkt. 7.1.1.4:

«Art. 40 nr. 5 inneholder regler om opptak til handel uten utsteders samtykke av omsettelige verdipapirer som allerede er tatt opp til handel på et annet regulert marked (såkalt «un-sponsored listing»). Det er i bestemmelsen forutsatt at slik notering skal kunne skje:

«A transferable security that has been admitted to trading on a regulated market can subsequently be admitted to trading on other regulated markets, even without the consent of the issuer and in compliance with the relevant provisions of Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of... on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC (23). The issuer shall be informed by the regulated market of the fact that its securities are traded on that regulated market. The issuer shall not be subject to any obligation to provide information required under paragraph 3 directly to any regulated market which has admitted the issuer's securities to trading without its consent.»

Notering uten utsteders samtykke forutsetter etter bestemmelsen at de finansielle instrumentene er tatt opp til handel på et annet regulert marked, samt at kravene til utarbeidelse av prospekt oppfylles. Direktiv 2003/71/EF (prospektdirektivet) er gjennomført i norsk rett i dagens kapittel 5 (med forskrifter) i vphl.

En utsteder hvis omsettelige verdipapirer blir tatt opp til handel uten å ha samtykket skal etter art. 40 nr. 5 siste punktum ikke underlegges noen informasjonsforpliktelser overfor andre regulerte markeder enn «primærnoteringsstedet.»

10.1.3 Utvalgets forslag

Utvalget legger til grunn at MiFIDs regler om opptak til notering vil kreve endringer i norsk rett. Utvalget foreslår en ny bestemmelse i utkastet § 2-

21 om opptak og handel av finansielle instrumenter. Bestemmelsen gjelder for regulert marked generelt. Utvalget foreslår også en egen bestemmelse for børser i utkastet § 3-2, som vil gjelde i tillegg til den generelle bestemmelsen om opptak i utkastet § 2-21.

Når det gjelder utvalgets utkast til bestemmelse om opptak av finansielle instrumenter (utkastet § 2-21), uttaler utvalget (NOU 2006: 3 pkt. 7.1.3.2):

«Det er i art. 40 nr. 1 stilt vilkår om «clear and transparent rules» vedrørende opptak av finansielle instrumenter til handel. Utvalget foreslår at kravet gjennomføres i ny § 2-21 første ledd i børsloven, hvorefter regulerte markeder skal ha «klare og gjennomsiktede» regler om opptak av finansielle instrumenter til handel. De nærmere vilkårene for opptak til handel vil, som i dag, måtte fastsettes av det enkelte regulerte marked, sett hen til de føringene som legges i ny § 2-21. Bestemmelsen vil også gjelde for børser, men her vil det altså være tilleggskrav (dvs. vilkårene som følger av opptaksdirektivet) for så vidt gjelder «børsnotering», jf. lovutkastet § 3-2 omtalt nedenfor.

Etter direktivet art. 40 nr. 1 annet ledd skal opptaksreglene sikre («ensure») at finansielle instrumenter «are capable of being traded in a fair, orderly and efficient manner». Videre skal omsettelige verdipapirer være fritt omsettelige. [4] Utvalget legger til grunn at bestemmelsen stiller krav til instrumentene som noteres, ikke det regulerte markedets handelssystemer. Etter art. 40 nr. 1 tredje ledd skal handelsreglene stille krav om at derivater kan prises «orderly», samt at det ligger til rette for et effektivt oppgjør av kontraktene. Utvalget foreslår at art. 40 nr. 1 annet og ledd gjennomføres i form av ny § 2-21 annet ledd:

«Regler fastsatt i medhold av første ledd skal sørge for at finansielle instrumenter kan handles på en redelig, velordnet og effektiv måte, samt at omsettelige verdipapirer, jf. verdipapirhandelloven § 2-2 annet ledd, er fritt omsettelige. Ved opptak av derivater til handel skal reglene sørge for at derivatkontraktene er utformet på en måte slik at de sikrer korrekt prisdannelse og effektive oppgjørsbetingelser.»

Det kan reises spørsmål om hvordan vilkåret «ensure» best kan inntas i den norske lovbestemmelsen. Utvalget antar at «skal sørge for» er dekkende. Det oppstilles derved et krav til opptaksreglenes utforming ved at disse må inneholde vilkår som sikrer at (eller «sørger for») de finansielle instrumentene kan handles på en redelig, velordnet og effektiv måte, og stiller krav om at omsettelige verdipapirer er

fritt omsettelig. Det stilles i art. 40 nr. 2 ytterligere krav ved regulerte markeders opptak til handel av derivater. Utvalget foreslår i denne forbindelse at opptaksreglene skal sørge for at derivatkontrakter er utformet slik at det kan finne sted en korrekt prisdannelse og effektive oppgjørsbetingelser. De nærmere clearingbestemmelsene vil rimeligvis fremgå av et eget regelverk og ikke av handelsreglene.

Tilleggsplikter for regulerte markeder (utover å ha opptaksregler) følger av direktivet art. 40 nr. 3 flg. Utvalget foreslår at bestemmelsen gjennomføres ved en ny § 2-21 tredje ledd. Etter forslaget skal regulerte markeder ha ordninger for å påse at utsteder av omsettelige verdipapirer oppfyller sine informasjons- og prospektplikter, jf. ny § 2-21 tredje ledd. Forslaget innebærer at regulert marked må forsikre seg om at utstedere etterlever visse plikter. Det må vurderes konkret hvilke tiltak som her er påkrevd. Grunnvilkåret som må oppfylles i så måte er at det regulerte markedet skal «ha ordninger for å påse» at informasjonsforpliktelsene etterleveres, jf. lovutkastet § 10-24 om offentliggjøring av informasjon.

Utvalget foreslår at direktivet art. 40 nr. 3 annet ledd gjennomføres ved en ny § 2-21 fjerde ledd. Etter forslaget skal regulerte markeder ha ordninger for å lette medlemmers tilgang til informasjonspliktige opplysninger som offentliggjøres av utstedere. Det må også her vurderes konkret hvilke tiltak som er nødvendige. Så lenge offentliggjøring av slike opplysninger skjer gjennom børsens informasjonssystem og medlemmene (i likhet med andre) har tilgang til disse, antas det ikke å være påkrevd med særskilte ordninger. I den grad informasjonspliktige opplysninger ikke offentliggjøres gjennom børsen må det vurderes nærmere hvilke tiltak som er nødvendig. Det må her særlig ses hen til de foreslåtte reglene om «the central storage» av informasjonspliktig informasjon, jf. direktiv 2004/109/EC (transparencydirektivet) art. 19 nr. 2 omtalt i del 2.

I følge art. 40 nr. 4 skal regulerte markeder etablere nødvendige ordninger for å påse at opptaksvilkårene for finansielle instrumenter etterleveres:

«Member States shall ensure that regulated markets have established the necessary arrangements to review regularly the compliance with the admission requirements of the financial instruments which they admit to trading.»

Utvalget foreslår at bestemmelsen gjennomføres i form av en ny § 2-21 femte ledd. Hovedvilkåret i forslaget er «ordninger for regelmessig å påse» at opptaksvilkårene er innfridde. Det må vurderes konkret hva som lig-

ger i dette, men det synes riktig å legge til grunn at det må etableres rutiner og prosedyrer for det regulerte markedets kontroll. Etter direktivet skal kontrollen foregå «regularly». Utvalget foreslår, som det fremgår, å innta vilkåret i den norske lovbestemmelsen. Plikten til å kontrollere etterlevelsen av opptaksvilkårene gjelder for så vidt «løpende», men likevel slik at det regulerte markedet rimeligvis må kunne finne et fornuftig intervall for hvor ofte det skal forsikre seg om at vilkårene for opptak til handel er innfridde. På tilsvarende måte må det regulerte markedet vurdere hvor grundig kontrollen skal være i det enkelte tilfelle. Her vil blant annet forhold som en aksjes likviditet, volatilitet og andre utstederrelaterte forhold kunne være relevante i vurderingen. Hvis et finansielt instrument ikke lenger møter vilkårene som er satt for opptak til handel, vil instrumentet kunne bli suspendert eller strøket, jf. pkt. 7.3.

Etter lovutkastet § 2-21 sjette ledd kan regulerte markeder uten utstaders samtykke, ta opp til handel omsettelige verdipapirer som er notert på andre regulerte markeder. Forslaget gjennomfører art. 40 nr. 5. En forutsetning for slikt opptak er at kravene til prospekt i dagens vphl. kapittel 5 oppfylles. Utstederen skal heller ikke underlegges noen informasjonsforpliktelser overfor «sekundærnoteringsstedet», jf. forslaget. Slik utsteder skal videre etter forslaget gis melding av det regulerte markedet der «sekundærnotering» finner sted, at utstaders omsettelige verdipapirer er tatt opp til handel. Vilkaaret er i samsvar med direktivet art. 40 nr. 5 (her benyttes riktignok «securites» i siste punktum, men lest i sammenheng synes det klart at det er snakk om omsettelige verdipapirer).

Som i dag foreslås det at opptaksregelverket (som øvrig regelverk) skal forelegges Kredittilsynet, som kan kreve at disse endres dersom de er i strid med lov eller forskrift, jf. dagens § 6-4 tredje ledd og forslaget til videreføring i form av ny § 2-19 tredje ledd.

Gjeldende børslov har i § 5-7 annet ledd regler om opplysningsplikt for utstedere mv. overfor børsen. Bestemmelsen gjelder tilsvarende for autoriserte markedsplasser, jf. § 6-8. Utvalget foreslår at opplysningspliktsbestemmelsen videreføres i § 2-21 syvende ledd, men at denne utvides til også å omfatte andre enn utsteder som har søkt om opptak til handel.

Det skal fastsettes nivå-2 regler i medhold av art. 40, jf. nr. 6. Utvalget foreslår at det i ny § 2-21 åttende ledd inntas en hjemmel for fastsettelse av slike regler.»

Utvalget viser videre til at det følger enkelte tilleggskrav om opptak til såkalt «offisiell notering»,

og at disse reglene følger av direktiv 2001/34/EF (opptaksdirektivet). Utvalget foreslår at det i utkastet § 3-2 tas inn en bestemmelse om notering på børs. Utvalgets forslag på dette punktet omtales nærmere i NOU 2006: 3 pkt. 7.1.3.3:

«MiFID art. 40 gjelder generelt for regulerte markeder, herunder børser. Tilleggskrav om opptak til «offisiell notering» følger av direktiv 2001/34/EF (opptaksdirektivet). Opptaksdirektivet er gjennomført i norsk rett gjennom børsloven §§ 5-4 tredje ledd, 5-6 og børsforskriften. Sistnevnte forskrift inneholder mer detaljerte regler enn børsloven, og må som utgangspunkt videreføres forutsatt at det skal finnes norske regler om «offisiell børsnotering». [5] En børs kan likevel også oppta finansielle instrumenter til handel til annet enn slik «offisiell børsnotering», med mindre noe annet er bestemt i nasjonal rett, jf. fortalen til nevnte direktiv pkt. 23. [6] Ved motstrid mellom MiFID og opptaksdirektivet skal sistnevnte gis forrang, jf. fortalen til MiFID pkt. 57 første punktum. I den grad det ikke er motstrid mellom direktivene og MiFID angir en løsning uten at opptaksdirektivet regulerer forholdet, vil de generelle reglene for regulerte markeder også gjelde for børser. Dette betyr at børsloven ny § 2-21 som utgangspunkt også vil gjelde for børser, jf. under.

Utvalget foreslår at det fastsettes en ny bestemmelse om opptak til børsnotering, jf. ny § 3-2 første ledd:

«Finansielle instrumenter kan opptas til børsnotering etter reglene i § 2-21, jf. forskrift gitt i medhold av denne, og børsens egne regler dersom vedkommende børs finner at de finansielle instrumentene er egnet for dette og kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning.

Forslaget er ment å erstatte § 5-6 første ledd og rendyrker gjeldende systematikk hvorefter hovedreglene om børsnotering står i lov og detaljregulering i forskrift. Det er i forslaget presisert at også børser må følge reglene i § 2-21 ved opptak av finansielle instrumenter til «børsnotering». Videre er det presisert at børsen selv kan fastsette nærmere opptaksregler. Utkast til slike skal etter ny § 2-19 tredje ledd sendes Kredittilsynet på vanlig måte. Etter annet ledd i forslaget til ny § 3-2 er det inntatt en forskriftshjemmel hvorved gjeldende regulering i børsforskriften kan videreføres og/eller endres.

Børsloven § 5-6 første ledd fjerde punktum flg. oppstiller visse minimumsvilkår for så vidt gjelder opptak til handel av derivater. MiFID art. 40 nr. 2 inneholder krav om at derivatkontraktene skal være utformet på en måte om sikrer en korrekt prisdannelse og effektive opp-

gjørsordninger. Bestemmelsen er foreslått gjennomført i § 2-21 annet ledd som også vil gjelde for børser. Med dette er det ikke påkrevd å videreføre dagens § 5-6 første ledd fjerde punktum flg. Det er heller ikke nødvendig å videreføre § 5-6 annet og tredje ledd utover hjemmelen for departementet til å fastsette nærmere regler. Prospektreglene fremkommer av dagens kapittel 5 i vphl. med forskrifter. Tilsvarende vil utsteders informasjonsplikt regulertes av verdipapirhandelloven.

Når det gjelder opptak til handel av finansielle instrumenter uten utsteders samtykke, legger utvalget til grunn at MiFIDs løsning også må gjelde for børser. Det foreslås derfor at dagens § 5-6 første ledd annet punktum strykes. Tilsvarende foreslår utvalget at dagens § 5-6 tredje ledd annet punktum ikke videreføres. Adgangen for en børs til å notere finansielle instrumenter uten utsteders samtykke vil der ved reguleres av børsloven ny § 2-21 sjette ledd.»

10.1.4 Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet foreslår enkelte språklige endringer i utvalgets utkast § 2-21:

«I forhold til utk. børsloven § 2-21 annet ledd om derivater foreslår Kredittilsynet at formuleringen mht. ordene «sikrer korrekt prisdannelse» erstattes med «legger til rette for en forsvarlig prisdannelse». Det vises til at direktivet bruker formuleringene «..allows for its orderly pricing..», og Kredittilsynet vil anta at det i økonomisk teori kan diskuteres om korrekt prisdannelse overhode er mulig i praksis, særlig der derivater er kompliserte.

I utk. børsloven § 2-21 tredje ledd vil Kredittilsynet foreslå å bruke formuleringen «systemer og rutiner for å sikre» fremfor «ordninger for å påse».

I fjerde ledd vil Kredittilsynet tilsvarende foreslå

«systemer som legger til rette for» fremfor «ordninger for å lette».

I femte ledd vil Kredittilsynet foreslå å bruke

«systemer og rutiner» fremfor «ordninger».

Oslo Børs foreslår, i likhet med Kredittilsynet, en språklig endring knyttet til utvalgets utkast til krav om at derivatkontraktene skal være utformet slik at de sikrer «korrekt» prisdannelse:

«Lovutkastet § 2-21 annet ledd siste pkt angir at reglene for opptak til derivater skal sørge for at derivatkontraktene er utformet på en måte som «sikrer korrekt prisdannelse». Dette skal implementere direktivets «allows for orderly

pricing..» Vi antar at ordlyden bør revurderes, og f eks erstattes av «legger til rette for velordnet prisdannelse».

Norges Bank uttaler:

«Kravene MiFID-direktivet stiller for opptak av verdipapirer til notering er en videreutvikling av kravene i investeringstjenestedirektivet (ISD), der en viktig utvikling er at detaljnivået er vesentlig skjerpet. Norges Bank ser det som en fordel at lovkravet til opptaksreglene som foreslås i all hovedsak blir identiske for autoriserte markeds plasser og børser. Banken mener også det vil være en fordel at markeds plassene pålegges en løpende kontroll med at vilkårene for notering oppfylles, og at de skal kunne stryke finansielle instrumenter som ikke lenger oppfyller opptaksvilkårene.»

Ingen av de øvrige høringsinstansene har merknader til utvalgets forslag

10.1.5 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets vurdering av at det er behov for en generell bestemmelse om opptak til handel på regulert marked. Departementet viser til at MiFID ikke skiller mellom ulike typer av regulerte markeder, og mener at gjeldende norsk rett som skiller mellom reguleringen av notering på henholdsvis børs og autorisert markeds plass, ikke bør videreføres. Departementet viser for øvrig til vurderingene knyttet til en egen bestemmelse om notering på børs, jf. nedenfor.

Departementet foreslår enkelte tekniske endringer i ordlyden i utvalgets utkast § 2-21 om opptak til handel av finansielle instrumenter (departementets forslag til ny lov om regulerte markeder § 24). Det vises i den forbindelse blant annet til Kredittilsynets og Oslo Børs' merknader knyttet til utkastet § 2-21 annet ledd annet punktum om at derivatkontraktene skal være utformet slik at de sikrer en «korrekt prisdannelse». Departementet er enig med disse høringsinstansene i at dette ikke er en dekkende oversettelse av direktivet. Departementet antar at Oslo Børs' forslag om å erstatte «sikrer korrekt prisdannelse» med «legger til rette for velordnet prisdannelse», er en hensiktsmessig utforming av den norske bestemmelsen. Det vises til lovforslaget § 24 annet ledd annet punktum.

Departementet foreslår at ordet «ordninger» (direktivets «arrangements») i utvalgets utkast § 2-21 tredje, fjerde og femte ledd erstattes med et krav om at det regulerte markedet «skal være innrettet» på en måte som gjør at det oppfyller kravene i de nevnte leddene i utkastet. Det vises til lovforslaget § 24 tredje til femte ledd.

Lovforslaget § 24 første til sjette ledd gjennomfører direktivet artikkel 40 nr. 1 til 5. Forslaget er, med unntak av noen språklige justeringer, i samsvar med utvalgets utkast. Når det gjelder utvalgets utkast til § 2-21 syvende ledd, uttaler utvalget at denne bestemmelsen vil videreføre gjeldende bestemmelse om opplysningsplikt overfor børs/autoriserte markedsplasser, jf. børsloven 5-7 annet ledd og § 6-8. Departementet slutter seg også til utvalgets forslag om at opplysningsplikten utvides til også å gjelde andre personer enn utsteder når disse har søkt om opptak til handel. Bestemmelsen har til formål å sikre det regulerte markedets tilgang til informasjon som er av betydning for markedets overholdelse av sine lovbestemte plikter. Bestemmelsen regulerer ikke opptaksreglene i seg selv, men forholdet mellom regulert marked og utsteder. Departementet viser til at det ikke er tilsvarende bestemmelser om utstaders opplysningsplikt (på tvers av eventuelle taushetspliktsbestemmelser) i MiFID eller i de utfyllende bestemmelsene i gjennomføringsforordningen. Det må således være innenfor det nasjonale handlingsrom å videreføre en slik bestemmelse. Det vises til lovforslaget § 24 syvende ledd.

Departementet slutter seg til utvalgets utkast til en egen bestemmelse om børsnotering, jf. lovforslaget § 34 (utkastet § 3-2). Departementet foreslår imidlertid at begrepet «børsnotering» erstattes med «opptak til handel på børs». En tilsvarende formulering er som det fremgår ovenfor brukt om opptak til handel på regulert marked. Departementet viser til at bestemmelsen om opptak til handel på børs i forslaget § 34 (med tilhørende forskrift), vil gjennomføre det såkalte opptaksdirektivet – som gjelder for børser med «official listing». Det er således ikke gjennomføring av MiFID-regler, som ikke skiller mellom regulert marked og børs, jf. omtalen ovenfor.

Departementet slutter seg i hovedsak til utvalgets utkast til forskriftshjemmel, jf. lovforslaget § 24 åttende ledd (utkastet § 2-21). Departementet viser til at forskriftshjemmelen vil kunne benyttes til å fastsette utfyllende regler til gjennomføring av bestemmelsene om notering og opptak i gjennomføringsforordningen. Disse bestemmelsene følger av gjennomføringsforordningens del V (artikkel 35 til 39) og oppstiller krav til de ulike typer av finansielle instrumenter (omsettelige verdipapirer, verdipapirfondsandeler og derivatkontrakter). Det regulerte markedet skal ved opptak av slike instrumenter til handel, bekrefte at det aktuelle instrumentet oppfyller de kravene som følger av forordningens bestemmelser.

Et mer generelt spørsmål er om hjemmelsgrunnlaget i ny lov om regulerte markeder er tilstrekkelig for å videreføre de forskrifter som anses

hensiktsmessig. Et særlig spørsmål oppstår her i forhold til børsforskriftens regler om utstaderes og medlemmers rettigheter og plikter. Det vises her til for eksempel reglene om aksjers frie omsettelighet, stemmerett for aksjer, børsens adgang til generalforsamlingen, god børsskikk og likebehandling, jf. forskriften §§ 2-4, 2-5, 4-3, 22-1 og 23-8. Enkelte av disse bestemmelsene gjennomfører Norges forpliktelser etter opptaksdirektivet (2001/34/EF), og disse er som utgangspunkt erstattet av rapporteringsdirektivet, jf. dets art. 32. Andre bestemmelser har ikke noe motstykke i EF-retten, og er således å betrakte som norsk tilleggsregulering.

Forslaget til ny lov om regulerte markeder (børsloven) inneholder i §§ 24 åttende ledd og 26 åttende ledd hjemmel for fastsettelse av nærmere forskriftsregler om hhv. opptak av finansielle instrumenter til handel og vilkår for medlemskap og medlemmers forpliktelser. I forslaget til ny § 34 annet ledd er det inntatt hjemmel for gjennomføring av opptaksdirektivets regler om opptak til offisiell notering. Det kan for utstaderes del reises spørsmål om hjemmelen i utvalgets utkast til § 2-21 er vid nok til å videreføre nasjonal tilleggsregulering som finnes hensiktsmessig. For medlemmers del antas § 26 åttende ledd (jf. utkastet § 2-23) å gi tilstrekkelig lovhjemmel.

Det kan være hensiktsmessig å videreføre enkelte av børsforskriftens regler om utstaderes og medlemmers rettigheter og plikter. Det foreslås derved en klarere hjemmel for fastsettelse av slike regler ved følgende tillegg i § 24 åttende ledd (endring i forhold til utkastet til § 2-21 i NOU 2006: 3 er merket i kursiv):

«Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om opptak av finansielle instrumenter til handel, *herunder om utstaderes rettigheter og plikter som følge av opptaket.*»

Det må under gjennomføringen av MiFID nivå-2 tas konkret stilling til hvilke av børsforskriftens regler som bør videreføres. Under dette arbeidet kan det være naturlig å se hen til forslaget til endringer i børsforskriften som har vært på høring. Det presiseres for ordens skyld at det i børsforskriften ikke kan oppstilles nasjonal tilleggsregulering som går på tvers av Norges forpliktelser etter MiFID og rapporteringsdirektivet.

10.2 Suspensjon og strykning av finansielle instrumenter fra handel

10.2.1 Norsk rett

Børsloven har regler om strykning og suspensjon av finansielle instrumenter fra handel på børs i

§§ 5-8 og § 5-9. Bestemmelsen er gjort tilsvarende gjeldende for autoriserte markedsplasser, jf. § 6-8. Børsforskriften har utfyllende bestemmelser om strykning og suspensjon. Utvalget uttaler om gjeldende norsk rett (NOU 2006: 3 pkt. 7.2.2):

«Regler om suspensjon og strykning fra børsnotering følger av børsloven §§ 5-9 og 5-8. Bestemmelsene er omtalt i NOU 1999: 3 (børsloven) pkt. 20.4.5 og gjelder tilsvarende for autoriserte markedsplasser, jf. § 6-8. Det er fastsatt utfyllende regler til §§ 5-9 og 5-8 i børsforskriften. Direktiv 2001/34/EF (opptaksdirektivet) har i art. 18 regler om suspensjon og strykning. Norsk rett er mer utfyllende enn bestemmelsene i MiFID og opptaksdirektivet.

Etter børsloven § 5-9 første ledd kan børsen vedta at et finansielt instrument skal suspenderes fra børsnotering dersom særlige grunner tilsier det. Suspensjonen må ikke vare lenger enn påkrevet og ikke i noen tilfelle utover 21 dager. Børsens vedtak om suspensjon kan ikke påklages. Kredittilsynet kan etter annet ledd i § 5-9 beslutte at et finansielt instrument skal suspenderes. Børsforskriften § 25-1 har nærmere regler om suspensjon:

«Hvis særlige grunner tilsier det, kan børsen vedta suspensjon av notering og handel vedrørende et børsnotert finansielt instrument.

I tilfeller hvor børsstyrets vedtak ikke kan avvertes uten skadevirkninger, kan børsdirektøren treffe vedtak etter første ledd. I så fall skal børsstyret snarest mulig ta stilling til om suspensjonen skal opprettholdes.

Suspensjonsvedtaket skal straks meddeles utsteder. Vedtaket kan ikke påklages.

Utstedeers plikter etter bestemmelser i børsloven, børsforskriften og andre bestemmelser som pålegger utstedere av børsnoterte finansielle instrumenter plikter, består i suspensjonstiden.

Utsteder skal holde børsen løpende orientert om de forhold som begrunner suspensjonen så langt disse er kjent for utsteder.

Vedtak om suspensjon og opphør av suspensjon skal offentliggjøres umiddelbart.

Børsen skal sammen med utsteder løpende søke å opplyse de forhold som begrunner suspensjonen, og skal løpende vurdere om det er påkrevd å opprettholde suspensjonsvedtaket. Suspensjonen skal oppheves når den ikke lenger er påkrevd, og skal ikke i noe tilfelle vare utover 21 dager.»

Etter børsloven § 5-8 kan børsen vedta at et finansielt instrument skal strykes fra børsnotering hvis det ikke lenger tilfredsstiller vilkårene for opptak eller hvis særlige grunner for øvrig tilsier det:

«Børs kan vedta at et finansielt instrument skal strykes fra børsnotering hvis det ikke lenger tilfredsstiller vilkårene for opptak eller hvis særlige grunner for øvrig tilsier det.

Utsteder av børsnoterte omsettelige verdipapirer kan søke om at disse skal strykes fra børsnotering.

Søknad om at aksjer skal strykes fra børsnotering kan bare fremmes dersom generalforsamlingen i utstederselskapet har besluttet dette med flertall som for vedtektsendringer. Søknad om at grunnfondsbevis skal strykes fra børsnotering kan bare fremmes dersom forstandskapet i sparebanken har besluttet dette etter reglene for vedtektsendringer.

Departementet kan i forskrift gi nærmere regler om strykning av finansielle instrumenter fra børsnotering.»

Som det fremgår, kan en utsteder søke om strykning fra børsnotering. Slik søknad vil normalt ikke etterkommes hvis en vesentlig del av minoritetseierne kan bli skadelidende og disse har stemt mot strykning på generalforsamling. Mer konkret betyr dette etter praksis at majoriteten må være i tvangsinnløsningsposisjon, eller at det ikke er et stort antall eller en stor andel av minoritetsaksjonærer som har stemt mot strykning på generalforsamling. Kredittilsynet kan ikke beslutte at et finansielt instrument skal strykes. Børsforskriften § 25-2 har nærmere regler om strykning:

«Børsen kan vedta at et finansielt instrument skal strykes fra børsnotering hvis det ikke lenger tilfredsstiller vilkårene for børsnotering eller hvis særlige grunner for øvrig tilsier det. Har utsteder grovt eller vedvarende brutt bestemmelsene som er fastsatt i eller i medhold av børs-, verdipapir-, aksjelovgivning eller annen lovgivning som regulerer verdipapirhandelen, skal dette i alminnelighet anses for å være en særlig grunn som kan tilsi strykning av utstedeers finansielle instrumenter.

Utsteder av børsnoterte finansielle instrumenter kan søke børsen om at dets finansielle instrumenter blir strøket fra kursnoteringene hvis generalforsamlingen har besluttet dette med flertall som for vedtektsendringer. Børsen treffer vedtak om eventuell strykning.

Før det treffes vedtak etter første ledd skal spørsmålet om strykning og hvilke tiltak som eventuelt kan iverksettes for å unngå strykning, drøftes med utsteder. Kan det forhold som begrunner strykning rettes, kan børsen gi utsteder en frist til å rette forholdet eller pålegge utsteder å utarbeide en plan for at foretaket igjen kan oppfylle opptaksvilkårene. Samtidig skal utsteder gjøres kjent med at hvis forholdet ikke blir rettet eller det ikke legges fram en tilfredsstillende plan innen fristens utløp, vil

de finansielle instrumentene bli vurdert strøket.

Strykningsvedtaket skal angi tidspunktet strykningen vil bli iverksatt. Ved fastsettelse av iverksettelsestidspunktet skal det bl.a. legges vekt på at innehaverne av de finansielle instrumentene får rimelig tid til å innrette seg på at de finansielle instrumentene ikke lenger vil være børsnotert.

Utsteder skal ha skriftlig underretning om vedtak etter første og annet ledd. Treffer børsen vedtak om strykning, skal begrunnelsen for vedtaket gjengis i underretningen. Videre skal det opplyses om klageadgang til børsklagenemnden, klagefrist og den nærmere fremgangsmåten ved klage.

Vedtak om strykning skal straks offentliggjøres etter reglene i § 23-2.

Blir utsteders finansielle instrumenter strøket fra kursnotering etter søknad fra foretaket, kan det i vedtaket om strykning fastsettes nærmere vilkår som må være oppfylt før vedtaket iverksettes.»

Etter børsforskriften § 25-3 kan et vedtak om strykning gjøres midlertidig på nærmere vilkår.»

Departementet har ikke merknader til utvalgets fremstilling.

10.2.2 EØS-rett

MiFID artikkel 41 regulerer suspensjon og strykning av finansielle instrumenter fra handel på regulerte markeder. Bestemmelsen regulerer blant annet regulert markeds adgang til å suspendere og stryke finansielle instrumenter fra handel på det regulerte markedet. Direktivets artikkel 50 nr. 2 bokstav j og k gir den kompetente myndigheten adgang til å kreve finansielle instrumenter suspendert eller strøket fra regulert marked. Utvalget har redegjort for direktivets bestemmelser på følgende måte (NOU 2006: 3 pkt. 7.2.1):

«Etter MiFID art. 41 nr. 1 første ledd skal et regulert marked kunne suspendere eller stryke et finansielt instrument fra handel dersom instrumentet ikke lenger oppfyller det regulerte markedets regler. Suspensjon eller strykning kan likevel ikke finne sted hvis det er sannsynlig at et slikt skritt vil være til vesentlig («significant») skade for investorer eller markedets ordnede funksjon («orderly function»). Adgangen til å suspendere eller stryke skal gjelde uavhengig av den kompetente myndighetens kompetanse etter art. 50 (som inkluderer retten til å suspendere eller stryke fra handel).

Det regulerte markedet skal offentliggjøre en beslutning om suspensjon eller strykning av

et finansielt instrument og dessuten gi den kompetente myndigheten relevant informasjon, jf. art. 40 nr. 1 annet ledd. Den kompetente myndigheten skal informere kompetente myndigheter i andre medlemsstater. Pliktene gjelder uavhengig av eventuelle plikter et regulert marked har til å informere andre regulerte markeder.

Dersom den kompetente myndigheten krever suspensjon eller strykning av et finansielt instrument, skal en slik beslutning offentliggjøres og kompetente myndigheter i andre medlemsstater informeres, jf. art. 40 nr. 2. Kompetente myndigheter i andre medlemsstater skal kreve instrumentet suspendert eller fjernet fra regulerte markeder eller MHF med mindre det er sannsynlighet for at et slikt skritt vil vise seg å være til betydelig («significant») skade for investorer eller markedets ordnede funksjon («orderly function»). Det kan reises spørsmål om kravet til å notisere andre lands tilsynsmyndigheter gjelder generelt, eller om det er tilstrekkelig å notisere kompetente myndigheter i de land der det aktuelle finansielle instrumentet er opptatt til handel eller omsettes. Ordlyden i art. 40 nr. 2 støtter første alternativ. I motsatt retning taler at opplysninger om suspensjon eller strykning av et finansielt instrument som ikke er opptatt til handel eller omsatt i et medlemsland, vil være av liten interesse for dette landets kompetente myndighet. All den tid ordlyden er såpass klar må det antas at kravet om å notisere gjelder generelt.»

10.2.3 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår en ny bestemmelse i utkast til børslov § 2-22 om suspensjon og strykning av finansielle instrumenter. Utvalget viser til at den foreslåtte bestemmelsen vil gjennomføre MiFID artikkel 41 (utvalget viser til artikkel 40, men det korrekte skal være artikkel 41) og artikkel 50 nr. 2 bokstav j og k. Utvalget uttaler videre om sitt forslag (NOU 2006: 3 pkt. 7.2.3):

«Utvalget foreslår at direktivet art. 40 gjennomføres i form av en ny § 2-22 i børsloven. Bestemmelsen vil erstatte børsloven §§ 5-8 og 5-9, og gjelde generelt for regulerte markeder (herunder børser). Utvalget legger til grunn at det i norsk rett kan fastsettes mer detaljerte regler om suspensjon og strykning enn det som følger av direktivet. Direktivet oppstiller for eksempel ikke nærmere krav til prosedyrer for suspensjon og strykning. Etter utvalgets syn bør de norske reglene til en viss grad regulere også slike forhold, jf. under.

Regulerte markeder (dvs. dets operatører) skal etter art. 40 ha rett til å suspendere eller stryke finansielle instrumenter fra handel så

fremt instrumentet «no longer complies with the rules of the regulated market». Unntak gjelder der «such a step would be likely to cause significant damage to the investors» interests or the orderly functioning of the market». Etter norsk rett kan børs og autorisert markedsplass suspendere eller stryke et finansielt instrument fra notering hvis «særlige grunner» tilsier det. Strykning kan også skje der vilkårene for børsnotering ikke lenger er tilstede, jf. børsloven § 5-8. Dette vil åpenbart være en «særlig grunn». Det er i børsforskriften § 25-2 første ledd annet punktum gitt en presumpsjonsregel for når særlig grunn må antas å foreligge for så vidt gjelder strykning.

Utvalget foreslår at ny § 2-22 første ledd viderefører gjeldende vilkår for suspensjon og strykning. Mer konkret foreslås det at suspensjon eller strykning kan finne sted der et finansielt instrument ikke lenger tilfredsstiller vilkårene for opptak til handel eller særlige grunner for øvrig tilsier det. Utvalget legger til grunn at forslaget oppfyller direktivets «no longer complies with the rules of the regulated market». Med dette vil et regulert marked kunne suspendere eller stryke et finansielt instrument der det foreligger et brudd på markedes egne regler (forutsatt at de øvrige vilkårene er innfridd). Det må imidlertid antas at også andre grunner enn slike brudd vil kunne foranledige suspensjon eller strykning. Norsk rett vil følge på dette punktet ha en mer omfattende/strengere regel enn direktivet.

Unntaket fra suspensjons/strykningsadgangen, dvs. hvor «such a step would be likely to cause significant damage to the investors» interests or the orderly functioning of the market», foreslås gjennomført i ny § 2-22 første ledd annet punktum. Vilåret savner i dag sitt eksplisitte motstykke i børsloven. Hensynet til investorer og markedets funksjon, må likevel antas å være del av vurderingen «særlige grunner». Utvalget foreslår at direktivets ordlyd «orderly function» gjennomføres ved «markedets oppgaver og funksjon».

Når det gjelder regulerte markeders plikt til å gi melding til den kompetente tilsynsmyndigheten mv., foreslår utvalget at det i ny § 2-22 annet ledd inntas en bestemmelse hvorved opplysninger om suspensjon eller strykning umiddelbart skal offentliggjøres og gis til Kredittilsynet. Det regulerte markedet må selv vurdere hvordan offentliggjøring kan skje mest hensiktsmessig. Et alternativ i denne anledning vil kunne være å benytte seg av markedets egne informasjonssystemer, herunder hjemmeside. Kredittilsynet vil på sin side måtte notisere andre tilsynsmyndigheter. Det er ikke nødvendig å lovfeste noen bestemmelse om denne plikten.

Etter lovutkastet § 2-22 tredje ledd vil Kredittilsynet kunne beslutte at et regulert marked skal suspendere eller stryke et finansielt instrument. Dette er i samsvar med direktivet art. 50 bokstav j) og k), og gjeldende rett for så vidt gjelder suspensjon.

Utvalget foreslår at det til slutt i § 2-22 inntas en forskriftshjemmel for nærmere regler om suspensjon og strykning. Børsforskriftens regler i §§ 25-1 til 25-3 kan med dette videreføres med små justeringer. Hensiktsmessigheten av børsforskriftens regler kan etter utvalgets syn vurderes ved gjennomføringen av direktivets nivå-2 regler.»

10.2.4 Høringsinstansenes merknader

Ingen høringsinstanser har hatt merknader til utvalgets forslag på dette punkt.

10.2.5 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets vurdering av at det er hensiktsmessig med en egen bestemmelse til gjennomføring av MiFID artikkel 41 om regulert markedes adgang til å suspendere og stryke finansielle instrumenter fra handel. Bestemmelsen vil erstatte gjeldende regler i børsloven §§ 5-8 og 5-9. Det vises til lovforslaget § 25 (jf. utkastet § 2-22).

Departementet legger i likhet med utvalget til grunn at det kan fastsettes mer detaljerte regler om suspensjon og strykning enn det som følger av direktivet, jf. også generelle merknader ovenfor i kapittel 8 om dette. Departementet slutter seg således til utvalgets forslag om at regulerte markeder skal kunne suspendere og stryke finansielle instrumenter i tilfeller hvor det foreligger «særlige grunner», selv om direktivets minimumsregler angir et noe snevrere vilkår. Når det gjelder regulerte markeders adgang til å stryke og suspendere finansielle instrumenter, foreslår departementet at regulert marked også skal ha slik adgang dersom instrumentene ikke lenger oppfyller markedets regler, jf. lovforslaget § 25 første ledd. Utvalget foreslo i sitt utkast at adgangen skulle gjelde der det finansielle instrumentet ikke lenger tilfredsstilte «vilkårene for opptak til handel». Departementets forslag til endring antas å ligge nærmere direktivets ordlyd.

Departementet slutter seg for øvrig til utvalgets utkast til § 2-22 første ledd annet punktum når det gjelder regulerte markedes adgang til å beslutte strykning og suspensjon, se departementets forslag til § 25 første ledd annet punktum, om at strykning og suspensjon ikke skal finne sted dersom dette kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller markedets oppgaver

og funksjon. Departementet viser til at forslaget gjennomfører artikkel 41 nr. 1 første ledd. Den foreslåtte forskriftshjemmelen vil kunne benyttes til å videreføre børsforskriftens bestemmelser om suspensjon og strykning, dersom dette vurderes som hensiktsmessig og nødvendig.

Departementet legger til grunn at det ikke vil være nødvendig å lovfeste at Kredittilsynet skal notisere andre lands tilsynsmyndigheter ved suspensjon og strykning, jf. MiFID artikkel 41 nr. 1 annet ledd.

Når det gjelder lovforslagets regler om Kredittilsynets kompetanse til å suspendere og stryke finansielle instrumenter, jf. direktivet artikkel 50 nr. 2 bokstav j og k, vises det til omtale nedenfor under punkt 12.4.9.

Det vises for øvrig til lovforslaget § 25.

10.3 Medlemskap og adgang til regulerte markeder

10.3.1 Norsk rett

Børsloven og tilhørende børsforskrift regulerer medlemskap på børs. Bestemmelsene følger av børsloven § 5-4 og § 5-5, som regulerer henholdsvis opptak av børsmedlem og opphør og suspensjon av børsmedlemskap. Børsforskriften har i kapittel 11 og 12 regler om søknad om børsmedlemskap og børsmedlemmers rettigheter og forpliktelser. Utvalget har redegjort for gjeldende norsk rett på dette området i NOU 2006: 3 pkt. 7.3.2:

«Børsloven har i §§ 5-4 og 5-5 regler om børsmedlemskap. Bestemmelsene er ikke gitt tilsvarende anvendelse for autoriserte markeds plasser, som derved selv fastsetter sine medlemskapsregler, jf. § 6-8. Børsloven § 5-4 lyder:

«Bare børsmedlemmer opptatt av vedkommende børs kan delta i den handel og kursnotering som organiseres av børsen.

Børs kan bare oppta medlemmer som har en forsvarlig kapital, formålstjenlig organisasjon, og tilstrekkelige tekniske systemer, og som for øvrig anses skikket til å delta i kursnoteringen i forhold til de forpliktelser medlemskapet innebærer. Børsmedlem må ha de nødvendige offentlige tillatelser til å drive den virksomhet børsmedlemskapet etter sin art innebærer, og må oppfylle betingelser og plikter knyttet til børsmedlemskapet.

Børs skal gi foretak med hovedkontor i annen EØS-stat som i sitt hjemland har tillatelse til å yte investeringstjenester som nevnt i verdipapirhandelloven § 1-2 første ledd nr. 1 til 4 adgang til å delta i handel og kursnotering på like vilkår som andre børsmedlemmer.

Departementet kan fastsette nærmere regler om vilkår for medlemskap og medlemmers forpliktelser.

Børsmedlemmer samt tillitsvalgte og ansatte hos børsmedlem er uten hinder av taushetsplikt forpliktet til å gi vedkommende børs de opplysninger som er nødvendig for at den skal kunne oppfylle sine plikter etter denne lov og annen lovgivning.»

Første ledd i § 5-4 slår fast at kun børsmedlemmer kan delta i den handel og kursnotering som børsen organiserer. Børsforskriften kapittel 12 utdyper børsmedlemmers rettigheter og forpliktelser i så måte, jf. for eksempel § 12-1 hvorefter:

«Den som er tatt opp som børsmedlem har rett til å bruke det eller de av børsens handelssystemer som omfatter de finansielle instrumenter medlemskapet gjelder. Med bruk av børsens handelssystemer forstås registrering av handel med finansielle instrumenter, registrering av tilbud om kjøp og salg av slike instrumenter (ordre), samt mottak av informasjon om registrerte handler og ordre.»

Børsloven § 5-4 annet ledd inneholder nærmere krav til børsmedlemmer. Bestemmelsen fastsetter både krav til kapital og organisering, og om tekniske systemer og egnethet. Det er i børsforskriften kapittel 11 gitt nærmere regler om søknad om medlemskap mv., herunder utpeking av børsrepresentant som skal være ansatt hos børsmedlemmet, jf. § 11-4. Etter børsforskriften § 11-1 første ledd kan foretak som har tillatelse til å yte investeringstjenester som nevnt i vphl. § 1-2 første ledd nr. 1 søke børsen om børsmedlemskap for deltagelse i kursnotering av finansielle instrumenter. Søknaden avgjøres av børsen. Særregler om medlemskap for marked-makere følger av forskriften § 11-2.

Etter børsloven § 5-4 tredje ledd skal det på visse vilkår åpnes for fjernmedlemskap for verdipapirforetak fra andre EØS-land. Tilsvarende gir børsloven § 6-6 verdipapirforetak med hovedkontor i annen EØS-stat rett til å delta i handel og kursnotering på autoriserte markeds plasser. Femte ledd i § 5-4 gir departementet adgang til å fastsette nærmere regler om medlemskap. Slike regler følger av børsforskriften. I følge sjette ledd har børsmedlem opplysningsplikt overfor børsen. Etter § 6-8 gjelder opplysningsplikten tilsvarende overfor en autorisert markeds plass.

En børs kan i medhold av børsloven § 5-5 beslutte at et børsmedlemskap skal opphøre eller suspenderes dersom medlemmet opptrer «i strid med lov eller forskrifter gitt i medhold av lov, ikke lenger tilfredsstiller vilkårene for medlemskap eller vesentlig misligholder sine

plikter etter børsens regler og forretningsvilkår eller på annen måte viser seg uskikket som børsmedlem». Et vedtak om suspensjon skal som hovedregel ikke løpe lenger enn 21 dager. Normalt kan det ikke klages over et vedtak om suspensjon.

Det finnes i norsk rett ikke nærmere regler om adgang til fjernmedlemskap på norsk regulert marked eller adgang for utenlandske regulerte markeder til å innføre ordninger for å lette fjernmedlemskap eller – deltakelse i kursnoteringen.»

Departementet har ikke merknader til utvalgets fremstilling.

10.3.2 EØS-rett

MiFID har regler om adgang til markeder («access to the regulated market») i artikkel 42. Det er ikke gitt utfyllende bestemmelser til denne artikkelen i gjennomføringsdirektivet eller gjennomføringsforordningen. Artikkel 42 er nærmere omtalt av utvalget, som redegjør for bestemmelsen på følgende måte (NOU 2006: 3 pkt. 7.3.1):

«Etter direktivet art. 42 nr. 1 skal regulerte markeder ha gjennomsluktige og ikke-diskriminerende regler basert på objektive kriterier om adgang til eller medlemskap på det regulerte markedet. Reglene skal etter nr. 2 angi hvilke forpliktelser for medlemmer eller deltakere som oppstår som følge av:

«a) the constitution and administration of the regulated market;

(b) rules relating to transactions on the market;

(c) professional standards imposed on the staff of the investment firms or credit institutions that are operating on the market;

(d) the conditions established, for members or participants other than investment firms and credit institutions, under paragraph 3;

(e) the rules and procedures for the clearing and settlement of transactions concluded on the regulated market.»

Regulerte markeders medlemsregler må derved opplyse om en rekke forhold, herunder forpliktelser som følger av ledelsen av markedet, handelsreglene, bransjestandarder og oppgjørprosedyrer.

Art. 42 har ikke regler om opphør av medlemskap. Det synes likevel klart at et medlemskap vil kunne opphøre i medhold av markedets egne regler, jf. nr. 2 bokstav («any obligation»). Det vises til utredningen kapittel 9 for så vidt gjelder den kompetente myndighetens kompetanse i denne forbindelse, jf. art. 50.

Etter art. 42 nr. 3 kan verdipapirforetak og kredittinstitusjoner godkjent i medhold av direktiv 2000/12/EF (bankdirektivet) være medlem på et regulert marked. I tillegg kan personer som møter følgende kriterier være medlem:

«(a) are fit and proper;

(b) have a sufficient level of trading ability and competence;

(c) have, where applicable, adequate organisational arrangements;

(d) have sufficient resources for the role they are to perform, taking into account the different financial arrangements that the regulated market may have established in order to guarantee the adequate settlement of transactions.»

Kravene er fleksible ved at de knytter seg til de aktuelle personenes reelle kompetanse. Der er ikke stilt formelle krav med hensyn til organisering mv.

Etter art. 42 nr. 4 skal medlemmer ikke være forpliktet til å la direktivet art. 19, 21 og 22 komme til anvendelse overfor hverandre for så vidt angår transaksjoner på et regulert marked. Medlemmer er imidlertid forpliktet til å la reglene komme til anvendelse overfor sine kunder (sluttkundene), når de utfører ordre på disses vegne på et regulert marked. Direktivet foretar her en presisering for å unngå tvil om hvorvidt medlemmer er forpliktet til å la de særskilte kravene i art. 19 om god forretnings-skikk, informasjon til kunder, suitability mv., art. 21 om best execution og art. 22 behandling av kundeordre komme til anvendelse overfor hverandre når handel skjer på regulert marked og motparten er annet medlem på slikt marked. Medlemmet er imidlertid altså fremdeles bundet av art. 19, 21 og 22 overfor sine sluttkunder. Art. 19, 21 og 22 er behandlet nærmere i utredningen kapittel 4.

Etter art. 42 nr. 5 skal medlemsstatene sikre at reglene for medlemskap på det regulerte markedet gir verdipapirforetak og kredittinstitusjoner mulighet for direkte deltagelse eller fjerdeltagelse («direct or remote participation»).

Etter art. 42 nr. 6 første ledd skal medlemsstatene, uten ytterligere rettslige eller administrative krav, gi regulerte markeder fra andre medlemsstater mulighet til å innføre passende ordninger på deres territorium for å gjøre adgangen for fjernmedlemskap lettere:

«Member States shall, without further legal or administrative requirements, allow regulated markets from other Member States to provide appropriate arrangements on their territory so as to facilitate access to and trading on those

markets by remote members or participants established in their territory.»

Det regulerte markedet skal i følge annet ledd meddele hjemlandets kompetente myndighet, hvilke medlemsstater det «intends to provide such arrangements». Hjemlandets kompetente myndighet skal innen én måned meddele disse opplysninger til de relevante medlemsstater. Den kompetente myndighet i det regulerte markedets hjemland skal etter anmodning fra vertslandets kompetente myndighet meddele denne innen for en rimelig tid identiteten på de i vertslandet etablerte medlemmer av eller deltakere i det regulerte markedet, jf. art. 42 nr. 6 tredje ledd.

Etter art. 42 nr. 7 skal det regulerte markedet regelmessig oversende en liste over det regulerte markedes medlemmer og deltagere til den kompetente myndighet.»

Departementet har ikke merknader til utvalgets fremstilling.

10.3.3 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår en regel om medlemskap som vil gjelde for regulert marked, og ikke bare for børser. Utvalget foreslår å innta en slik bestemmelse i § 2-23 i utkastet til ny børslov. Utkastet tar sikte på å gjennomføre artikkel 42 i MiFID. Børslovens regler i § 5-5 om opphør av børsmedlemskap, foreslås opphevet av utvalget. Utvalget mener at det bør være opp til den enkelte markedsplass å selv fastsette regler om opphør av medlemskap og suspensjon. Når det gjelder børsforskriftens bestemmelser knyttet til børsmedlemskap, foreslår utvalget at disse i det vesentlige videreføres. For øvrig uttaler utvalget om sitt utkast (NOU 2006: 3 pkt. 7.3.3):

«Etter første ledd i forslaget skal regulerte markeder ha «gjennomsiktige og ikke-diskriminerende regler basert på objektive kriterier» om medlemskap. Formuleringen gjennomfører art. 42 nr. 1. MiFID inneholder ingen eksplisitt regel om at kun et regulert markedes medlemmer kan delta på handelen der. Norsk rett har en slik regel og utvalget foreslår å videreføre børsloven § 5-4 første ledd i ny børslov § 2-23 første ledd annet punktum.

Nærmere vilkår til medlemskapsreglene følger av forslaget til ny børslov § 2-23 annet ledd. Etter forslaget skal reglene beskrive et medlems forpliktelser som følger av forretningsvilkår, handelsregler, profesjonelle standarder mv. Forslaget gjennomfører art. 42 nr. 2. Utvalget bemerker at det i den engelske direktivversjonen er benyttet «the constitution and administration of the regulated market» i art.

42 nr. 2 bokstav a). I den danske versjonen heter det «etableringen og driften af det regulerede marked». Det antas at «reguleringen av og virksomheten til det regulerte markedet» er en tilfredsstillende implementering av direktivet på dette punktet.

Kravene til medlemmene på regulerte markeder er foreslått inntatt i ny børslov § 2-23 tredje ledd. I følge forslaget kan verdipapirforetak, kredittinstitusjoner og andre personer som møter visse vilkår, opptas som medlemmer. [9] I direktivet er det åpnet for at «persons» (dvs. fysiske personer) kan bli ansett som egnet for medlemskap. Utvalget foreslår at det åpnes for denne muligheten i tråd med direktivet, men antar at det neppe er særlig praktisk med medlemmer som ikke er juridiske personer. For øvrig foreslår utvalget at egnethetsvilkårene i dagens børslov § 5-4 annet ledd videreføres til fordel for kravene i direktivet art. 42 nr. 3.

Etter forslaget til ny børslov § 2-23 fjerde ledd skal vphl. nye §§ 10-13, 10-15, og 10-16 ikke gjelde for transaksjoner som slutes mellom medlemmer på et regulert marked. Forslaget gjennomfører MiFID art. 42 nr. 4. Reglene vil komme til anvendelse overfor medlemmenes sluttkunder.

Utvalget foreslår i utgangspunktet å videreføre børsloven § 5-4 tredje ledd i ny § 2-23 femte ledd. I forslaget er det presisert at verdipapirforetak fra andre EØS-land også har rett til medlemskap på like vilkår. Videre er henvisningen til investeringstjenestene tatt ut. Det samme gjelder henvisningen til «kursnoteringen», all den tid «handelen» synes dekkende. Forslaget gjennomfører art. 42 nr. 5.

Det er etter utvalgets vurdering ikke nødvendig å gjennomføre art. 42 nr. 6 første ledd særskilt. Bestemmelsen pålegger medlemsstatene å ikke treffe visse tiltak. I fravær av slike tiltak vil direktivforpliktelsen være oppfylt. Annet ledd i art. 42 nr. 6 må derimot gjennomføres. Utvalget foreslår i denne forbindelse ny § 2-23 sjette ledd:

«Regulert marked skal gi Kredittilsynet melding hvis det har til hensikt å etablere ordninger i annet EØS-land som kan lette fjernmedlemmers adgang til og mulighet for å handle på markedet. Kredittilsynet skal innen en måned gi opplysningene til tilsynsmyndigheten i det andre EØS-landet.»

Som det fremgår, skal Kredittilsynet gi melding om andre land der det skal legges til rette for fjernmedlemmers adgang til og mulighet til å delta i handelen. Forpliktelsen inngår som del av hjemstatsreguleringen. Kredittilsynet skal på sin side gi melding til tilsynsmyndigheten i det andre EØS-landet om det norske regulerte markedets aktiviteter.

Regler om opplysningsplikt er foreslått innført i ny § 2-23 syvende ledd. Etter bestemmelsen skal et medlem og dets tillitsvalgte/ansatte på forespørsel gi et regulert marked de opplysninger som er nødvendige for at markedet kan oppfylle sine lovbestemte plikter. Dette er en videreføring av gjeldende rett.»

Utvalget foreslår for øvrig at det overlates til regulerte markedes egne regler å fastsette vilkårene for, samt fremgangsmåten ved opphør og suspensjon av børsmedlemskap, jf. gjeldende § 5-5. Etter utvalgets vurdering er dette i samsvar med direktivet og vil redusere omfanget av lovgivningen.

10.3.4 Høringsinstansenes merknader

Norges Bank uttaler:

«Norges Bank mener det er en fordel at reglene om medlemskap i markedene får virkning både for børser og regulerte markeder, og kravet om «gjennomsiktige og ikke-diskriminerende regler basert på objektive kriterier» er hensiktsmessig. Norges Bank har behov for å være børsmedlem og har merket seg at formuleringene åpner for at Norges Bank fortsatt kan være børsmedlem.

Utvalget foreslår at det skal overlates til autoriserte markeder å fastsette regler om suspensjon og opphør av medlemskap. Norges Bank har ikke merknader til dette, men mener det vil være ryddig om det er et lovkrav at regler om stryking av medlemmer skal eksistere. Et slikt krav kunne eventuelt plasseres inn som et nytt ledd i § 2-23.»

Kredittilsynet uttaler:

«I utk. børsloven § 2-23 annet ledd pkt. c) er «operating on the market» oversatt direkte med «opererer på markedet». Etter Kredittilsynets vurdering vil «deltar» være dekkende og også gi sammenheng med første ledd annet punktum, i det Kredittilsynet legger til grunn at en bare kan «operere» på markedet dersom en er et medlem som kan delta på dette. En ulik språkføring kan gi tvil om å «operere» er et snevrere begrep enn å «delta».

Ingen av de øvrige høringsinstanser har merknader til utvalgets forslag.

10.3.5 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til at det foreslås en generell bestemmelse som vil gjelde medlemskap i regulerte markeder generelt, og ikke bare på børs, jf. lovforslaget § 26 (jf. utkastet § 2-23).

Utvalgets utkast til § 2-23 første ledd første punktum stiller krav om at regulert marked skal ha

gjennomsiktige og ikke-diskriminerende regler om «medlemskap». Direktivet på sin side stiller et tilsvarende krav også for tilgang til («access to») regulerte markeder. Departementet antar at det vil være mest i samsvar med direktivet å endre formuleringen i forhold til utvalgets utkast på dette punktet, slik at også tilgang til det regulerte markedet omfattes. Departementet legger til grunn at et krav om at reglene skal være «ikke-diskriminerende» er tilstrekkelig og at det derfor ikke er nødvendig å lovfeste at reglene skal være «gjennomsiktige», slik utvalget har foreslått. Det vises til lovforslaget § 26 første ledd. Etter departementets syn bør det ikke i loven inntas et forbud mot at andre enn børsmedlemmer gis tilgang til markedet. Dette bør det være opp til det regulerte markedet å vurdere.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag til gjennomføring av artikkel 42 nr. 2 og kravet om at markedets regler skal beskrive medlemmets forpliktelser som følger av nærmere angitte forhold (reguleringen og virksomheten til markedet, handelsreglene, profesjonelle standarder for ansatte i foretak som deltar på markedet, vilkårene som gjelder for medlemskap for fysiske personer og de reglene og prosedyrene som gjelder for oppgjøret). Det vises til lovforslaget § 26 annet ledd bokstav a til e.

Departementet vil foreslå en endring i forhold til utkastet § 2-23 tredje ledd, til gjennomføring av artikkel 42 nr. 3 om «andre personer», dvs. andre juridiske eller fysiske personer som ikke er verdipapirforetak eller kredittinstitusjoner. Etter bestemmelsen vil ikke loven være til hinder for at regulerte markeder åpner for medlemskap for andre juridiske personer, eller fysiske personer. Det vil imidlertid være opp til det regulerte markedet å beslutte om slike grupper skal kunne være medlemmer, forutsatt at de generelle krav til medlemskriterier er oppfylt (objektivitet og ikke-diskriminering), se ovenfor. Det vises til lovforslaget § 26 tredje ledd.

Departementet slutter seg til utvalgets utkast til gjennomføring av artikkel 42 nr. 4 om anvendelsen av reglene om god forretningsskikk, beste utførelse av ordre og ordrebehandling mellom medlemmer på regulert marked. Det følger av lovforslaget § 26 fjerde ledd at disse bestemmelsene ikke får anvendelse mellom slike medlemmer. Det presiseres i forslaget at bestemmelsene skal anvendes overfor medlemmets kunder.

Utvalget foreslår en bestemmelse i utkastet § 2-23 femte ledd til gjennomføring av direktivets artikkel 42 nr. 5 om at foretak fra annen EØS-stat, skal gis adgang til markedet på like vilkår som andre medlemmer. Etter departementets syn er imidlertid direktivets bestemmelse på dette punkt en særregel

om fjernmedlemskap, som krever at verdipapirforetak og kredittinstitusjoner fra andre EØS-land gis adgang til fjernmedlemskap på markedsplassen. Ved direkte medlemskap gjelder den alminnelige ikke-diskrimineringsbestemmelse i første ledd. Det vises til lovforslaget § 26 femte ledd.

Departementet slutter seg til utvalgets vurdering når det gjelder gjennomføring av artikkel 42 nr. 6. Denne direktivbestemmelsen krever at medlemsstatene skal tillate at regulerte markeder fra andre EØS-stater skal kunne legge til rette for fjernmedlemskap for medlemmer som er lokalisert i vedkommende medlemsstat. Departementet er enig med utvalget i at det ikke er nødvendig å foreslå lovregler som gjennomfører den bestemmelsen, siden det ikke er regler i norsk lov som er til hinder for slik tilrettelegging. Departementet vil likevel knytte et par merknader til denne bestemmelsen, som – til tross for en noe bortgjemt plassering – er en av de mest sentrale reglene om regulerte marketers virksomhet i MiFID. Bestemmelsen innebærer at regulerte markeder gis en markedsadgang som er sammenlignbar med verdipapirforetakenes «single passport rights», ved at regulerte markeder gis tilgang til fjernmedlemmer (og dermed investorer) i hele EØS-området. Bakgrunnen for denne adgangen er de harmoniserte minimumskrav som må være oppfylt for å gis tillatelse som regulert marked. Det gjelder imidlertid mindre formelle krav knyttet til notifisering enn det som gjelder for verdipapirforetak, og sannsynligvis skyldes dette at man ikke anser at det regulerte markedet driver grensekryssende virksomhet til fjernmedlemmets hjemland i de tilfeller fjernmedlemmer fra andre EØS-stater gis tilgang til markedet. Ordningen med fjernmedlemskap gjør også filialproblematikken mindre aktuell for regulerte markeder enn for verdipapirforetak (og andre finansielle tjenesteytere). Artikkel 42 nr. 6 gir således ikke rett til å etablere filial mv.

Departementet slutter seg for øvrig til utvalgets utkast til gjennomføring av artikkel 42 nr. 6 annet ledd om at Kredittilsynet skal informere andre medlemsstaters myndigheter dersom et regulert marked hjemmehørende i Norge tar sikte på å tilrettelegge for fjernmedlemskap i annen EØS-stat, jf. lovforslaget § 26 sjette ledd.

Utkastet § 2-23 syvende ledd reiser tilsvarende problemstilling som utkastet § 2-21 syvende ledd når det gjelder å videreføre en bestemmelse om opplysningsplikt overfor det regulerte markedet, som blant annet også går på tvers av eventuell taushetsplikt. Det vises til omtale ovenfor under punkt 10.1.5.

Departementet slutter seg for øvrig til utvalgets utkast til forskriftshjemmel, jf. lovforslaget § 26 åttende ledd.

Departementet slutter seg til at gjeldende § 5-5 om opphør og suspensjon av børsmedlemskap ikke videreføres i lovforslaget. Dette innebærer at det overlates til det enkelte regulerte marked selv å fastsette regler om slikt opphør og suspensjon.

10.4 Markedsovervåkning

10.4.1 Norsk rett

Regler om markedsovervåkning for børs følger av børsloven § 5-11 (som også er gjort tilsvarende gjeldende overfor autoriserte markedsplasser, jf. samme lovs § 6-8). I medhold av § 5-11 er det gitt utfyllende bestemmelser i forskrift 30. mars 2001 nr. 319 om markedsovervåkning (markedsovervåkningsforskriften). Utvalget har redegjort for gjeldende norsk rett i NOU 2006: 3 pkt. 7.4.2:

«Hovedregelen om markedsovervåking følger av børslovens § 5-11 første ledd som lyder:

«Børs skal overvåke handelen og kursnoteringene og sørge for at dette skjer i overensstemmelse med lov og forskrifter samt børsens regler og forretningsvilkår. Departementet kan gi nærmere regler om markedsovervåkingen og om børsers medvirkning i myndighetenes tilsyn med verdipapirhandelen.»

Børs skal overvåke handelen og kursnoteringen og sørge for at dette skjer i samsvar med lov, forskrifter og børsens egne regler. Forskriften omfatter også overvåking av utsteders forpliktelser. Nærmere krav til børsens overvåking følger av forskriften §§ 1 annet ledd og 2 som henholdsvis lyder:

«Markedsovervåkingen skal være organisert slik at den på en tilfredsstillende måte overvåker at utstedere og medlemmer overholder de atferds-, opplysnings- og rapporteringsregler som følger av lov, forskrift og de regler og forretningsvilkår som gjelder ved børsen eller den autoriserte markedsplassen. I tillegg skal markedsovervåkingen være organisert slik at overtredelse av verdipapirhandelloven § 2-1, § 2-2, § 2-5 og § 2-6 ved handel i finansielle instrumenter opptatt til notering kan avdekkes.

Markedsovervåkingen skal være organisert slik at integriteten og uavhengigheten til de ansatte i markedsovervåkingen sikres.

Markedsovervåkingen skal disponere de ressurser som er nødvendige for å kunne utøve effektiv markedsovervåking i henhold til § 1.

Markedsovervåkingen i børs skal være organisert på en slik måte at den blant annet har kapasitet til å:

1. kontinuerlig følge handelen og kursnoteringene,

2. undersøke opplysninger fra utstedere og medlemmer som kan være av betydning for kursnoteringen, samt foreta inngrep i kursnoteringen der dette anses påkrevet,
3. innhente informasjon fra utsteder, medlemmer og andre norske eller utenlandske børser og autoriserte markedsplasser i den grad det må anses nødvendig for å avdekke forhold som nevnt i § 1.»

Etter annet ledd i § 5-11 har oppgjørssentraler og verdipapirregistre opplysningsplikt overfor børsen for så vidt gjelder markedsovervåking:

«Børs kan kreve at verdipapirregistre og oppgjørssentral uten hinder av taushetsplikt gir slike opplysninger som er nødvendige for at børsen skal kunne oppfylle sine plikter etter første ledd. Opplysningene kan ikke benyttes til andre formål.»

Departementet kan etter børsloven § 5-11 tredje ledd fastsette nærmere regler om opplysningsplikten.

Berettigede mistanker om markedsmisbruk (dvs. overtredelser av vphl. kapittel 2, § 3-1 og reglene i børsloven § 5-7 første ledd) skal - i likhet med mistanker om brudd på andre av verdipapirhandelovens bestemmelser - meldes til Kredittilsynet av børs/autorisert markedsplass, jf. vphl. § 12-1 fjerde ledd og markedsovervåkingsforskriften § 4 første ledd. Børs og autorisert markedsplass skal ved forespørsel gi Kredittilsynet alle relevante opplysninger i en antatt markedsmisbrukssak, jf. forskriften § 4 tredje ledd.

Det er inngått en samarbeidsavtale mellom Kredittilsynet og Oslo Børs om markedsovervåking. Kredittilsynet kan anmelde mistanker om markedsmisbruk til påtalemyndigheten, jf. Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) om gjennomføringen av direktiv 2003/6/EF (markedsmisbruk) kapittel 17.»

Departementet har ikke merknader til fremstillingen.

10.4.2 EØS-rett

MiFID artikkel 43 regulerer markedsovervåking på regulerte markeder. Det er ikke gitt utfyllende bestemmelser i gjennomføringsforordningen eller gjennomføringsdirektivet. Utvalget har redegjort for direktivets bestemmelser på dette området, på følgende måte (NOU 2006: 3 pkt. 7.4.1):

«Direktivet har i art. 43 regler om markedsovervåking. Bestemmelsene omhandler, som det fremgår, både overvåking av markedets egne regler og andre lovmessige forpliktelser, typisk forbundet mot innsidehandel og mar-

kedsmanipulasjon. Markedskontrollen etter art. 43 nr. 1 er i utgangspunktet en kontroll med medlemmene:

«Member States shall require that regulated markets establish and maintain effective arrangements and procedures for the regular monitoring of the compliance by their members or participants with their rules. Regulated markets shall monitor the transactions undertaken by their members or participants under their systems in order to identify breaches of those rules, disorderly trading conditions or conduct that may involve market abuse.»

Regulerte markeder skal etablere og opprettholde («maintain») effektive ordninger og prosedyrer som regelmessig kontrollerer medlemmers etterlevelse av markedets regler. Medlemmers transaksjoner skal kontrolleres («monitor») med sikte på å avdekke regelbrudd, urettmessige («disorderly») handelsforhold eller atferd som kan være markedsmisbruk.

Vesentlige brudd på markedets egne regler, urettmessige handelsforhold og mistanker om markedsmisbruk, skal rapporteres til den kompetente tilsynsmyndigheten, jf. art. 43 nr. 2:

«Member States shall require the operators of the regulated markets to report significant breaches of their rules or disorderly trading conditions or conduct that may involve market abuse to the competent authority of the regulated market. Member States shall also require the operator of the regulated market to supply the relevant information without delay to the authority competent for the investigation and prosecution of market abuse on the regulated market and to provide full assistance to the latter in investigating and prosecuting market abuse occurring on or through the systems of the regulated market.»

I tillegg til å rapportere vesentlige regelbrudd, urettmessige handelsforhold og mistanker om markedsmisbruk, skal det regulerte markedet så raskt som mulig gi den kompetente myndigheten relevante opplysninger, herunder bistå i tilsynsmyndighetens undersøkelser og forfølgning av tilfeller av markedsmisbruk som har funnet sted på eller gjennom markedets systemer. Et typisk eksempel i så måte vil være innsidehandel som finner sted gjennom ordreslutning på markedet.»

Departementet har ikke merknader til utvalgets fremstilling.

10.4.3 Utvalgets forslag

Utvalget har innledningsvis redegjort nærmere for hensynene bak regler om markedsovervåking (NOU 2006: 3 pkt. 7.4.3):

«Børslovgivningens regler om markedsovervåking er viktige for å opprettholde tilliten til verdipapirmarkedet. Regelverket må være utformet på en måte som gjør undersøkelse og oppfølging av antatte markedsmisbrukstilfeller effektiv. Norsk retts fokus har i så måte vært på børsens medlemmer, utstedere og investorer, jf. børsloven § 5-11 og markedsovervåkingsforskriften § 1 annet ledd. Direktivets fokus er i større grad rettet mot atferden til medlemmene alene, jf. art. 43 nr. 1. Dette antas å høre sammen med at MiFID regulerer regulerte markeder og dets medlemmer (og ikke utstedere/investorer), samt at administrative tilsynsmyndigheter etter fellesskapsretten skal utføre enkelte av de oppgavene som tradisjonelt har hørt under børsens ansvarsområde i Norge. På generelt grunnlag anser utvalget det som viktig å videreføre de norske reglene som er hensiktsmessige fra et forebyggings- og oppfølgningsspektiv.»

Utvalget foreslår en generell bestemmelse om markedsovervåking i utkastet § 2-24, og uttaler i tilknytning til dette (NOU 2006: 3 pkt. 7.4.3, annet avsnitt tredje punktum):

«Etter første ledd skal regulerte markeder etablere «effektive ordninger og prosedyrer» som sikrer en regelmessig overvåking av medlemmers etterlevelse av markedets egne regler. Videre skal regulerte markeder etter forslaget overvåke transaksjoner på markedet med sikte på å avdekke brudd på markedets egne regler, ureglementerte handelsforhold eller brudd på markedsmisbruksreglene i vphl. (dvs. dagens kapittel 2, § 3-1, samt børsloven § 5-7 første ledd). Utvalget antar, som det fremgår, at «rettsstridig» er en adekvat gjennomføring av direktivets «disorderly». Det må konkret vurderes hva som ligger i vilkåret, men utvalget antar at vilkårene i § 2-24 første ledd i praksis gjerne vil gli over i hverandre til en mer helhetlig vurdering. De nærmere kravene til markedsovervåkingen, herunder plikten til å overvåke utstedere og i gitte tilfeller investorer, foreslås, som i dag, å fremkomme av markedsovervåkingsforskriften § 2. Det er følgelig lagt opp til å videreføre forskriften og hjemmelen til denne i børsloven § 5-11 første ledd annet punktum, jf. § 2-24 annet ledd. Forskriften vil, som i dag, gjelde generelt for begge typer regulerte markeder, jf. dog § 2 tredje ledd som kun vil gjelde for børs. Utvalget bemerker at forskriften bør vurderes i lys av denne og andre direktivgjennomføringer. Dette antas likevel å ligge utenfor utvalgets mandat.

Når det gjelder direktivet art. 43 nr. 2 første punktum, foreslår utvalget en plikt for regulerte markeder til å gi melding til Kredittilsynet

ved mistanker om vesentlige brudd på markedes egne regler, ureglementerte handelsforhold og brudd på verdipapirhandellovens markedsmisbruksregler (dvs. dagens kapittel 2, § 3-1, samt børsloven § 5-7 første ledd). Bestemmelsens virkeområde blir dels overlappende med dagens vphl. § 12-1 fjerde ledd. For så vidt gjelder sanksjonering av slike overtredelser, vises det til omtalen av art. 51 i kapittel 9. Det må vurderes konkret når en mistanke fremstår som så tydelig at melding bør gis til tilsynsmyndigheten. Nærmere vilkår for denne vurderingen vil kunne avtales mellom de regulerte markedene og Kredittilsynet. Generelt må det antas at terskelen for å rapportere mistanker om brudd på markedsmisbruksregler skal være lav, likevel slik at det regulerte markedet selv må foreta visse undersøkelser for å avklare mistanken, jf. markedsovervåkingsforskriften § 4 første ledd.

Direktivforpliktelsen til regulerte markeder i art. 43 nr. 2 annet punktum om å gi opplysninger og bistå i tilsynsmyndighetens vurdering og oppfølging av mistanker, foreslås gjennomført i lovens opplysningspliktsbestemmelse, jf. dagens § 8-2. Mer konkret foreslår utvalget at denne flyttes til ny § 4-2, samt at de nødvendige endringene gjøres der. Etter forslaget skal regulerte markeder «bistå Kredittilsynet ved mistanker» om brudd på markedsmisbruksreglene i verdipapirhandelloven. Det er foreslått inntatt en presisering om at regulerte markeder skal gi opplysninger og yte bistand til tilsynsmyndigheten uten kostnad. Dette er ingen endring i forhold til gjeldende rett. For ordens skyld presiseres det at opplysnings- og bistandsplikten også gjelder for foretak i samme konsern som regulerte markeder, jf. første ledd. Også slike foretak er derved pliktsubjekter i bestemmelsen.

Utvalget foreslår at verdipapirregistre og oppgjørssentralers opplysningsplikt videreføres i form av ny § 2-24 tredje ledd. Tilsvarende bør departementets forskrift hjemmel på dette punktet videreføres, jf. forslaget.»

10.4.4 Høringsinstansenes merknader

ØKOKRIM er enig med utvalget i at det er viktig å videreføre gjeldende norske regler. Videre er ØKOKRIM enig i at terskelen for børs/regulert marked bør være lav med hensyn til å rapportere mistenkelige hendelser. ØKOKRIM uttaler også at det av hensyn til faren for bevisforspillelse, er viktig at markedene ikke selv foretar større undersøkelser.

Kredittilsynet uttaler:

«Utvalget har i punkt 7.4.3 drøftet børsens markedsovervåkningsplikt, som er foreslått videre-

ført i ny børslov § 2-24. I § 2-24 første ledd annet punktum heter det at «Regulerte markeder skal overvåke transaksjoner på markedet med sikte på å avdekke brudd på markedets egne regler, rettsstridige handelsforhold og brudd på reglene i verdipapirhandelloven kapittel 3». Utvalget foreslår videre at «de nærmere kravene til markedsoveråkingen, herunder plikten til å overvåke utstedere og i gitt tilfeller investorer, foreslås, som i dag, å fremkomme i markedsovervåkingsforskriften § 2». I fotnote 12 på side 146 har utvalget presisert at «Plikten til å undersøke opplysninger fra utstedere i markedsovervåkingsforskriftens §§ 1 annet ledd og 2 tredje ledd nr. 2 må anses som den «operative» kontrollen med utstedernes løpende opplysningsplikt. Tilsynsansvaret for utstedernes løpende og periodiske opplysningsplikt ligger hos Kredittilsynet, jf. børsloven § 5-7 første ledd og vphl. § 12-1 tredje ledd».

Kredittilsynet er enig i utvalgets forslag om å fastsette de nærmere kravene i forskrift, samt at den operative kontrollen med utstedernes løpende opplysningsplikt skal tilligge Oslo Børs selv om tilsynsansvaret ligger hos Kredittilsynet. Kredittilsynet er imidlertid av den oppfatning at ordlyden i forslaget til § 2-24 første ledd annet punktum ikke nødvendigvis vil omfatte overvåking av utstedernes løpende informasjonsplikt, primærinnsideres meldeplikt, samt flaggeplikt. Man kan kanskje argumentere med at dette vil være dekket under «rettsstridige handelsforhold», men det vil etter Kredittilsynets mening være bedre om dette presiseres i ordlyden. Dette vil også gi en mer dekkende hjemmel i forhold til forskriften. Kredittilsynet foreslår derfor følgende tillegg i ny børslov § 2-24 første ledd annet punktum:

«Regulerte markeder skal overvåke transaksjoner på markedet med sikte på å avdekke brudd på markedets egne regler, rettsstridige handelsforhold og brudd på reglene i verdipapirhandelloven kapittel 3, kapittel 4, samt §§ 5-2 og 5-3.»

Av samme grunn bør de samme tilføyelser gjøres til § 2-24 annet ledd.»

«Etter at MiFID blir implementert blir det opp til verdipapirforetak selv å velge publiseringsmåten for handler gjennomført utenfor regulerte markeder, jf. lovforslagets vphl § 10-24.

Etter lovforslaget vphl § 15-1 sammenholdt med forslaget til børslov § 2-24 første ledd annet pkt. vil tilsynet med denne plikten primært tillegge Kredittilsynet. Det vises til at det regulerte markedet «skal overvåke transaksjoner på markedet med sikte på å avdekke brudd på markedets egne rettsstridige handelsforhold og brudd på reglene i verdipapirhandelloven kapittel 3» (vår understrekning).

Dette skyldes blant annet at den regulerte markedsplassen ikke nødvendigvis vil ha oversikt over slike handler i sine egne systemer, noe som igjen vil påvirke det regulerte markedets evne til å følge opp slik handel. Oslo Børs bruker i dag en stor andel av sine operative ressurser til å følge opp utenombørshandler og ser det som en viktig del av den samlede markeds kvaliteten. Selv om antall og verdi av slike handler er relativt lav i forhold til det som gjennomføres gjennom børsens ordrebok så utgjør ressursbruken en betydelig andel. I april 2006 ble det innrapportert 12.501 utenombørshandler til en verdi av 12,5 milliarder. Forhold som børsen følger opp kan i hovedsak deles opp i to kategorier, hhv. forhold knyttet til børsens handelsregler og forhold knyttet til verdipapirhandelloven:

Overvåking av utenombørshandler knyttet til børsens handelsregler

De viktigste forholdene knyttet til oppfølging av børsens handelsregler innebærer oppfølging av selve rapporteringen med hensyn på pris/volum, tidsriktig rapportering, korrekt bruk av omsetningsmerknad - som angir hva slags type handel det er, korrekt angivelse av eiermarkering (dvs markering om handelen er utført på vegne av kunde, egen regning eller del av et tilbakekjøpsprogram). Børsen har i dag en rekke alarmer som følger opp disse forholdene og er i daglig kontakt med børsmedlemmer om forhold vedrørende rapporteringen. Børsen har de siste årene sanksjonert med flere overtredelsesgebyr mot børsmedlem for brudd på børsens rapporteringsregler.

Overvåking av utenombørshandler knyttet til verdipapirhandelloven

Et viktig forhold er å sikre investorer best tilgjengelig kurs (best execution) på gjennomførte handler. Børsen har gjennom sitt overvåkingssystem en kontinuerlig oppfølging av at utenombørshandler rapporteres på markedskurs. Videre føres det løpende kontroll med at meglere ikke tar posisjoner for egen regning for å utnytte prisbevegelesene en kundeordre kan ha. Flere saker som er direkte knyttet til utenombørshandler har blitt initiert av børsen og endt opp med forelegg eller dom.

Børsen har siden det ble startet med elektronisk handel og elektronisk overvåking i 1999 hatt fokus på rapportering av utenombørs handler. I denne perioden har det blitt bygd opp betydelig kompetanse knyttet til ulike forhold knyttet til rapportering av slike handler samt sentrale verdipapirrettslige vurderinger relatert til slike handler.

Dersom det nye MiFID regimet medfører at børsen ikke har oversikt over utenombørstransaksjoner vil tilsyn med disse handlene måtte

organiseres på en annen måte. Børsens oppfølging er i dag er tett, utføres i realtid og støttes av tilpassede, kostbare og til dels komplekse datasystemer. Børsen tilsynsfravær vil, dersom det ikke erstattes av noe tilsvarende, kunne få negative konsekvenser for tilliten til kursdannelsen og således til verdipapirmarkedet generelt. Etter § 15-1 tredje ledd kan Finansdepartementet delegere Kredittilsynets myndighet til regulert marked. Børsen er åpen for å påta seg overvåkningsoppgaver innenfor hva som faller sammen med børsens formål og at børsen da gis tilstrekkelige virkemidler.»

Ingen av de øvrige høringsinstanser har merknader til utvalgets forslag.

10.4.5 Departementets vurdering

Generelt vil departementet understreke den sentrale rolle børslovgivningens regler om markeds- overvåkning – og den praktiske oppfølgingen av disse – spiller for å opprettholde tilliten til verdipapirmarkedet. Etter departementets vurdering er det viktig med et effektivt overvåkningssystem, som legger til rette for raske og følbare konsekvenser ved overtredelser av verdipapirlovgivningen.

I tråd med utvalgets forslag, foreslår departementet en lovbestemmelse til gjennomføring av artikkel 43, jf. lovforslaget § 27 (jf. utkastet § 2-24). Departementet slutter seg i det vesentligste til utvalgets forslag til utforming av en slik bestemmelse, men foreslår at markeds- overvåkingen skal utføres med sikte på også å avdekke brudd på «lover og regler, markedets egne regler og rettstridige handelsforhold». Forslaget innebærer en utvidelse i forhold til utvalgets forslag, som ikke hadde med den generelle henvisningen til «lover og regler». En slik henvisning følger av gjeldende børslov § 5-11, og etter departementets vurdering er det viktig at denne henvisningen forblir inne i lovteksten. Det vises til lovforslaget § 27 første ledd annet punktum.

Det følger av forslaget til ny verdipapirhandel- lov § 10-18 første ledd at verdipapirforetak skal rapportere utførte transaksjoner (i noterte finansielle instrumenter) til Kredittilsynet, og ikke til børsen som etter gjeldende rett. Denne omleggingen av transaksjonsrapporteringssystemet vil etter departementets vurdering særlig få betydning i forhold til regulert markeds/børs' rolle som markeds- overvåker, siden opplysningene etter forslaget skal rapporteres til Kredittilsynet og ikke til regulert marked/børs. Departementet har imidlertid foreslått at det kan gis forskrifter blant annet om børsens tilgang til de opplysningene Kredittilsynet (eller den Kredittilsynet utpeker) mottar etter lovforslaget § 10-18 første ledd. En slik forskriftshjemmel er inntatt i forslaget til ny verdipapirhandellov § 10-18

fjerde ledd. Det vises til nærmere omtale av transaksjonsrapportering og forslaget til forskriftshjemmel i punkt 7.9.5 ovenfor.

Departementet foreslår for øvrig at de foreslåtte forskriftshjemlene samles i et eget ledd i bestemmelsen, jf. lovforslaget § 27 fjerde ledd.

Når det gjelder utvalgets utkast til § 2-24 tredje ledd om verdipapirregisters og oppgjørssentralers opplysningsplikt overfor regulert marked (uten hinder av taushetsplikt), viser departementet til at dette reiser tilsvarende problemstillinger som utkastet § 2-21 syvende ledd og utkastet § 2-23 syvende ledd om utsteders opplysningsplikt, jf. ovenfor om dette.

10.5 Offentliggjøring av ordre og handler

10.5.1 Norsk rett

Regler om kursnotering følger av børsloven § 5-3. Bestemmelsen gjelder for børs, men er etter § 6-8 gjort tilsvarende gjeldende for autoriserte markeds- plasser. Ytterligere regler om kursnotering på børs følger av børsforskriften kapittel 13 og markeds- plassens/børsens egne regler. Utvalget har redegjort for gjeldende norsk rett, jf. NOU 2006: 3 pkt. 7.5.2:

«Børsloven § 5-3 har regler om kursnotering:

«Kursnotering foregår gjennom de kjøps- og salgstilbud som fremsettes på børs, samt de avsluttede handler som finner sted på eller rapporteres til vedkommende børs.

Børs skal offentliggjøre kursnoteringene på en måte som sikrer god gjennomsiktighet.

Børs skal oppbevare innrapporterte opplysninger og holde dem offentlig tilgjengelige i minst 10 år.

Departementet kan gi nærmere regler om kursnotering, om børsmedlemmenes rapporteringsplikt og om børsens offentliggjøring av opplysninger innrapportert etter denne paragraf.»

Etter bestemmelsen skal både kjøps- og salgstilbud, samt handler offentliggjøres av børsen, jf. annet ledd som i så måte stiller krav til «god gjennomsiktighet». Børsloven § 5-3 gjelder generelt og er ikke begrenset til aksjer. Det er etter bestemmelsens ordlyd intet krav om offentliggjøring i realtid, jf. Ot.prp. nr. 73 (1999-2000) side 106 der det heter at dette spørsmålet vil bero på en «tolkning» sett hen til blant annet kostnadene ved en slik offentliggjøring. I dag offentliggjøres ordre og handler gjennom informasjonsdistributører eller direkte.

Tilbud om kjøp av salg, samt avsluttede handler som finner sted på eller rapporteres til børsen, utgjør etter bestemmelsen «kursnotering». Nærmere omtale av kursnoteringen er gitt i NOU 1999: 3 (børsloven) pkt. 20.4.2 og 20.4.3:

«Opptak av verdipapirer og organisering og gjennomføring av kursnotering vil fortsatt være kjernen i børsens virksomhet

Utvalget foreslår at børsloven angir at kursnoteringene skal foregå gjennom de kjøpstilbud, salgstilbud og avsluttede handler som finner sted på eller rapporteres til børsen, se lovutkastet § 5-3. Børsen må offentliggjøre opplysningene på en måte som sikrer god gjennomsiktighet og som minimum oppfyller kravene etter investeringstjenestedirektivet art. 21

For øvrig vil utfyllende regler for gjennomføring av kursnoteringene fortsatt tilligge børsen å fastsette i form av forretningsvilkår, men slik at minimumskravene til innrapportering og gjennomsiktighet følger av lov og forskrift. Børsen er trolig på grunn av sin nærhet til markedet nærmest til enhver tid å foreta de avveininger og tekniske beskrivelser som slike regler utgjør. Ulike børser kan da tilpasse de mer detaljerte regler til de tekniske systemer de har, og til egne vurderinger av hva som er hensiktsmessig.»

Som det fremgår, er børslovens system at generelle krav til kursnoteringen skal følge av lov og forskrift, samt at mer detaljerte regler om ordre og handler, skal fastsettes av vedkommende børs, jf. børsloven § 5-1 tredje ledd. Utfyllende bestemmelser til § 5-3 om kursnotering er gitt i børsforskriften kapittel 13. Etter disse bestemmelsene skal børsen i stor grad selv fastsette de nærmere reglene om kursnoteringen. Slike regler finnes i både NOREX member rules og Nord Pools regelverk. For så vidt gjelder Oslo Børs vil innleggelse av ordre for de ulike typene børsnoterte finansielle instrumentene (aksjer, grunnfondsbevis, indekser, warrants, rentepapirer mv.) skje gjennom de respektive ordrebøkene der både volum og pris vil fremkomme for hvert instrument. Tilsvarende vil handler i de ulike instrumentene offentliggjøres. Børsens handels- og rapporteringsregler gir anledning til utsatt offentliggjøring av såkalte «risk trades», det vil si store handler medlemmer gjør for egen regning. Ordreboken for obligasjoner er for øvrig ikke bindende på samme måte som for aksjer. Nord Pool har regler som et stykke på vei tilsvarende disse.

Etter vphl. § 9-4 første ledd og børsforskriften § 12-5 skal verdipapirforetak rapportere handler i børsnoterte finansielle instrumenter. Rapporteringsplikten er ikke begrenset til aksjer, og er først og fremst relevant for handler

som slutes utenom børs. Børsloven § 5-3 gjelder tilsvarende for autoriserte markedsplasser, likevel slik at børsforskriften ikke gjelder for disse. IMAREX har fastsatt egne regler om offentliggjøring av ordre og handler.»

Departementet har ikke merknader til utvalgets fremstilling.

10.5.2 EØS-rett

MiFID har regler om offentliggjøring av ordre og handler (pre/post-trade transparency) i artiklene 44 og 45. Det er gitt en rekke utfyllende bestemmelser til gjennomføring av disse artiklene i gjennomføringsforordningen. De utfyllende bestemmelsene følger av forordningens artikkel 17-19, 27-30 og 32-34. De utfyllende bestemmelsene gjelder det nærmere innholdet i plikten til offentliggjøring av informasjon, herunder hvilke opplysninger som skal offentliggjøres knyttet til kursbildet/prisen og hvilke krav som stilles til selve publiseringen av informasjonen. Videre gir forordningen nærmere regler om utsatt offentliggjøring av store handler.

MiFID har tilsvarende regler om offentliggjøring av ordre og handler for verdipapirforetak som driver virksomhet som systematiske internalisere, jf. omtalen ovenfor under pkt. 7.10, og for multilaterale handelsfasiliteter, jf. omtalen nedenfor under pkt. 11.

Utvalget har gjennomgått MiFID artikkel 44 i NOU 2006: 3 pkt. 7.5.1.2:

«Etter art. 44 nr. 1 første ledd skal medlemsstatene i det minste kreve at regulerte markeder løpende offentliggjør kjøps- og salgstilbud for aksjer, herunder interessen på ulike nivåer, dvs. ordredybden:

«1. Member States shall, at least, require regulated markets to make public current bid and offer prices and the depth of trading interests at those prices which are advertised through their systems for shares admitted to trading. Member States shall require this information to be made available to the public on reasonable commercial terms and on a continuous basis during normal trading hours.»

Art. 44 oppstiller altså minimumskrav, noe som betyr at det kan fastsettes strengere regler i nasjonal rett. Etter nr. 1 skal kjøps- og salgsordre for aksjer, herunder ordredybden, som er «advertised through their systems», offentliggjøres av det regulerte markedet på rimelige kommersielle vilkår og på en kontinuerlig basis i løpet av handelsdagen («normal trading hours»). Plikten omfatter ikke ordre som fremsettes utenfor markedets system, for eksempel fra en investor til en annen. Det må vurderes konkret hva

som er «reasonable» kommersielle vilkår. Trolig må det ved denne vurderingen særlig ses hen til markedssituasjonen, det vil si konkurranseforholdene mv. som det regulerte markedet opererer under. Hva som ligger i «made available to the public» er ikke nærmere utdypet, men det vil her ventelig bli gitt nivå-2 regler.

I følge art. 44 nr. 1 annet ledd kan systematiske internalisere (dvs. visse verdipapirforetak, jf. art. 27) gis tilgang til et regulert markeds offentliggjøringsmekanisme:

«Regulated markets may give access, on reasonable commercial terms and on a non-discriminatory basis, to the arrangements they employ for making public the information under the first subparagraph to investment firms which are obliged to publish their quotes in shares pursuant to Article 27.»

Regulerte markeder avgjør selv om slik tilgang skal gis. I den grad en systematisk internaliserer gis slik tilgang skal det være på rimelige kommersielle vilkår og ikke-diskriminerende basis. Det vises til pkt. 4.9.1 for en nærmere gjennomgang av art. 27.

Art. 44 nr. 2 fastslår at kompetente myndigheter skal ha anledning til å dispensere fra rapporteringskravet:

«2. Member States shall provide that the competent authorities are to be able to waive the obligation for regulated markets to make public the information referred to in paragraph 1 based on the market model or the type and size of orders in the cases defined in accordance with paragraph 3. In particular, the competent authorities shall be able to waive the obligation in respect of transactions that are large in scale compared with normal market size for the share or type of share in question.»

Det skal under utøvelsen av dispensasjonsadgangen tas hensyn til «the market mode» og type og størrelsen på ordren. I særdeleshet skal den kompetente myndigheten ha en slik adgang der det er snakk om store ordre sett hen til hva som utgjør en normal børspost for den aktuelle aksjen. Som det fremgår, skal det fastsettes nærmere regler om dispensasjonsadgangen.»

Når det gjelder MiFIDs regler om offentliggjøring av utførte handler, følger disse av artikkel 45, som er på beskrevet på følgende måte av utvalget (NOU 2006: 3, pkt. 7.5.1.3):

«Etter art. 45 nr. 1 første ledd skal medlemsstatene i det minste kreve at regulerte markeder offentliggjør gjennomførte transaksjoner i aksjer opptatt til handel:

«1. Member States shall, at least, require regulated markets to make public the price, volume

and time of the transactions executed in respect of shares admitted to trading. Member States shall require details of all such transactions to be made public, on a reasonable commercial basis and as close to real-time as possible.»

Regulerte markeder skal i det minste pålegges å offentliggjøre prisen, volumet og tidspunkt for handler som gjennomføres «in respect of shares admitted to trading». All den tid verdipapirforetak ikke har noen rapporteringsplikt til de regulerte markedene etter direktivet, må det legges til grunn at OTC-handler (samt handler på MHF) i aksjer som er tatt opp til handel på et regulert marked, etter direktivet, ikke trenger offentliggjøres av det regulerte markedet. I den grad verdipapirforetak er pliktige til å rapportere slike handler til det regulerte markedet som følge av nasjonal rett, kan et regulert marked pålegges å offentliggjøre også slike opplysninger. Etter art. 28 nr. 1 skal verdipapirforetak i det minste offentliggjøre tidspunkt, volum og pris for «OTC-handler» (herunder på en MHF) som slutes i aksjer opptatt til handel på et regulert marked. Det vises til kapittel 4 for en nærmere gjennomgang av art. 28. I følge art. 45 nr. 1 annet punktum skal handler offentliggjøres av det regulerte markedet på rimelige kommersielle vilkår og så nært realtid som mulig.

Som for ordre kan et regulert marked gi tilgang til sine offentliggjøringsmekanismer til verdipapirforetak som systematisk internaliserer:

«Regulated markets may give access, on reasonable commercial terms and on a non-discriminatory basis, to the arrangements they employ for making public the information under the first subparagraph to investment firms which are obliged to publish the details of their transactions in shares pursuant to Article 28.»

Den kompetente myndigheten skal på visse vilkår kunne gi et regulert marked adgang til å utstette offentliggjøring av transaksjoner, jf. art. 45 nr. 2:

«2. Member States shall provide that the competent authority may authorise regulated markets to provide for deferred publication of the details of transactions based on their type or size. In particular, the competent authorities may authorise the deferred publication in respect of transactions that are large in scale compared with the normal market size for that share or that class of shares. Member States shall require regulated markets to obtain the competent authority's prior approval of proposed arrangements for deferred trade-publication, and shall require that these arrangements be clearly disclosed to market participants and the investing public.»

Etter direktivet skal regulerte markeder bare gis adgang til utsatt offentliggjøring. Som ved offentliggjøring av ordre skal det sees hen til «type or size» ved transaksjonen, og i sær kan det tas hensyn til store transaksjoner. Et regulert marked skal innhente forhåndsgodkjenning fra den kompetente myndigheten før slik utsettelse finner sted. Markedets «proposed arrangements» i så måte skal offentliggjøres («clearly disclosed») til markedets aktører, herunder investorer.

Nærmere regler om hvilke transaksjonsdata som skal offentliggjøres, samt vilkårene for utsatt offentliggjøring skal fastsettes på nivå-2, jf. art. 45 nr. 3.»

10.5.3 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår å gjennomføre direktivets bestemmelser om offentliggjøring av informasjon knyttet til ordre og handler (artikkel 44 og 45) i lovutkastet §§ 2-25 og 2-26. Utvalget legger til grunn at de utfyllende bestemmelsene i gjennomføringsforordningen bør gjennomføres i forskrift. Utvalget foreslår at uttrykket «kursnotering» fra gjeldende børslov ikke videreføres, men at det i stedet benyttes betegnelsen «offentliggjøring av informasjon om» henholdsvis ordre og handler. Utvalget foreslår videre at plikten begrenses til å gjelde for aksjer, men foreslår at det kan gis forskrifter om utvidelse til andre finansielle instrumenter, jf. utkastet til forskriftsbestemmelser i de foreslåtte bestemmelsene.

Utvalget redegjør videre for forslagene (NOU 2006: 3 pkt. 7.5.3.2 og 7.5.3.3):

«Utvalget foreslår at direktivet art. 44 nr. 1 første ledd gjennomføres som en ny § 2-25 første ledd i børsloven:

«Regulert marked skal offentliggjøre kjøps- og salgstilbud i aksjer, herunder ordredybde på ulike prisnivåer, som legges inn i markedets handelssystem. Opplysningene skal på rimelige kommersielle vilkår offentliggjøres løpende i løpet av handelsdagen.»

Etter forslaget skal regulert marked offentliggjøre kjøps- og salgstilbud i aksjer, herunder ordredybde på ulike prisnivåer, som legges inn i markedets handelssystem. Videre skal opplysningene på rimelige kommersielle vilkår offentliggjøres løpende i løpet av handelsdagen. Forslaget er begrenset til aksjer, og er der ved ikke i samsvar med gjeldende rett. Med forslaget vil et regulert marked, som i dag, kunne organisere sine ordrebøker som det selv ønsker. De nærmere reglene for ordreinnleggelsen (som medlemmer må følge) vil måtte fastsettes av det regulerte markedet, hensyn-

tatt de føringene som følger av børsloven og børsforskriften når denne endres i tråd med EU-kommisjonens nivå-2 regler. Utvalget foreslår i denne forbindelse å videreføre dagens § 5-1 tredje ledd med noen endringer, jf. forslaget til ny § 2-25 fjerde ledd.

Etter forslaget til annet ledd i § 2-25 kan regulert marked på rimelige kommersielle vilkår og ikke-diskriminerende basis gi verdipapirforetak som systematisk internaliserer, tilgang til de ordningene som benyttes for offentliggjøring av opplysninger om ordre. I vilkåret ikke-diskriminerende antas det blant annet å ligge et krav om likebehandling av verdipapirforetak hvis markedet velger å gi tilgang til sine offentliggjøringsmekanismer. Forslaget gjennomfører direktivet art. 44 nr. 1 annet ledd.

Både i første og annet ledd i § 2-25 er vilkåret «rimelig kommersielle vilkår» benyttet. Det vil bero på en konkret vurdering hva som utgjør kommersielle vilkår. Generelt antar utvalget at vedkommende regulerte marked selv må vurdere hvorvidt opplysninger om ordre gjøres tilgjengelig på rimelig vilkår. Det må under denne vurderingen ses hen til kostnadene ved etablering og drift av ordrebøkene/handelssystemene, samt om det er konkurranse i markedet. I den grad det er reell konkurranse mellom flere aktører antas det at markedet vil stå noe friere i å fastsette prisen for denne tjenesten. Samtidig må det være klart at et regulert marked må ha anledning til å oppnå en fortjeneste for offentliggjøringen, jf. «kommersielle».

Utvalget foreslår at bestemmelsen i art. 44 nr. 2 om fritak fra offentliggjøringsplikten gjennomføres i § 2-25 tredje ledd. Etter forslaget kan Kredittilsynet fritta et regulert marked fra sin plikt til å offentliggjøre opplysninger om ordre. Nærmere kriterier for Kredittilsynets vurdering i så måte vil være «the market model and the type and size of orders», samt de utfyllende reglene som vil fastsettes i forskrift, jf. art. 44 nr. 3. Generelt antar utvalget at det ikke vil være kurant å dispensere fra kravet etter som opplysninger om ordre er viktige for investorer som skal danne seg en velfundert investeringsbeslutning. Det kan reises spørsmål om en slik tolkning er strengere enn direktivet art. 44 nr. 2. Etter utvalgets skjønn vil svaret på dette bero blant annet på regler i forskrifter som vil være retningsgivende for Kredittilsynets skønnsutøvelse. Under enhver omstendighet synes det riktig å legge til grunn at det på dette punktet kan fastsettes strengere nasjonale regler enn det som følger av direktivet.

Det er til slutt i § 2-25 foreslått inntatt en forskriftshjemmel for departementet, samt en regel hvorved regulerte markeder skal utfylle børsloven og børsforskriften, jf. §§ 5-3 fjerde ledd og 5-1 tredje ledd i dagens børslov.

Direktivet art. 45 foreslås gjennomført i børsloven ny § 2-26. Etter forslaget første ledd skal et regulert marked offentliggjøre opplysninger om transaksjoner i aksjer opptatt til handel på vedkommende marked. Dette betyr for eksempel at Oslo Børs vil offentliggjøre handel i aksjer opptatt til handel der. Gitt at utvalget foreslår at rapporteringsplikten etter loven skal knytte seg til aksjer, må det fastsettes regler i forskrift i den grad regulerte markeder der det omsettes derivater skal underlegges en rapporteringsforpliktelse.

Etter forslaget til børsloven § 2-26 første ledd annet punktum skal opplysninger om handler (dvs. pris, volum og tidspunkt) offentliggjøres på rimelige kommersielle vilkår så raskt som mulig etter gjennomføring av transaksjonen, dvs. så nært realtid som mulig. Det vises til pkt. 7.5.3.2 for så vidt gjelder vilkåret «kommersielle vilkår».

Forslaget til § 2-26 annet ledd er i det vesentligste lik § 2-25 annet ledd. Det vises til pkt. 7.5.3.2. Det samme gjelder forslaget til tredje ledd i § 2-26 om adgangen til utsatt offentliggjøring. Her er det likevel snakk om utsatt offentliggjøring (ikke utelatt), noe om betyr at offentliggjøring rimeligvis må skje med en gang vilkårene for utsettelse ikke lenger er tilstede.

Det er i forslag til § 2-26 fjerde ledd foreslått en forskriftshjemmel for gjennomføring av nivå-2 reglene som vil gis i medhold av art. 45 nr. 3.

For øvrig vises det til utredningen kapittel 4 med hensyn til verdipapirforetaks rapportering av transaksjoner til myndighetene, jf. art. 25 og 28. Det vises til kapittel 8 for så vidt gjelder offentliggjøring av opplysninger om handel på MHF, jf. art. 30.»

10.5.4 Høringsinstansenes merknader

ØKOKRIM uttaler:

«ØKOKRIM støtter Utvalgets forslag om at et regulert marked selv skal offentliggjøre transaksjoner gjort på vedkommende marked, jf. punkt 7.5.3.3.2 og 7.5.3.3, men poengterer viktigheten av at det enkelte markedssystem er velfungerende. Vi legger til grunn at Kredittilsynet i egenskap av tilsynsmyndighet vil kontrollere hvorvidt det enkelte markedssystem er velfungerende. Vi legger til grunn at Kredittilsynet i egenskap av tilsynsmyndighet vil kontrollere hvorvidt det enkelte markedssystem fungerer tilfredsstillende; at offentliggjøringen skjer straks etter at transaksjonene er foretatt og at dette skjer på «rimelige kommersielle vilkår». Vi fremhever videre, som utvalget, at det ikke bør være kurant å dispensere fra plikten til offentliggjørelse. Helhetlig, rask, effektiv og offentlig rapportering av handler er viktig for

mest mulig velfungerende verdipapirmarked med størst mulig informasjonslikhet.»

Ingen av de øvrige høringsinstanser har merknader til utvalgets forslag.

10.5.5 Departementets vurdering

Generelt vil departementet understreke den sentrale betydning kursnoteringen har for et effektivt og velfungerende verdipapirmarked. Etter departementets vurdering vil ikke utvalgets forslag til gjennomføring av direktivets artikkel 44 og 45 svekke dagens regime på dette punkt. Departementet slutter seg derfor i all hovedsak til utvalgets lovforslag om offentliggjøring av hhv. ordre og handler.

Departementet slutter seg til utvalgets utkast til § 2-25 første ledd første punktum om at regulert marked skal offentliggjøre kjøps- og salgstilbud i aksjer som legges inn i markedets handelssystem, se departementets forslag til § 28. Bestemmelsen gjelder generelt for regulerte markeder. Departementet er enig med utvalget i at plikten i lovteksten begrenses til aksjer. Departementet slutter seg også til at utkastet til forskriftshjemmel åpner for at plikten kan utvides til å omfatte også andre finansielle instrumenter, slik direktivet åpner for, jf. blant annet fortalen pkt. 46 og artikkel 44 nr. 1.

Plikten til å offentliggjøre innebærer at opplysningene skal gjøres offentlige på alminnelige forretningsmessige vilkår, løpende i løpet av handelsdagen. Det vises til lovforslaget § 28 første ledd annet punktum. Lovforslaget § 28 første ledd gjennomfører artikkel 44 nr. 1 første ledd.

Departementet slutter seg videre til utvalgets utkast til § 2-25 annet ledd om at regulert marked har adgang til å gi systematiske internalisere (verdipapirforetak som omfattes av utkastet til verdipapirhandellov § 10-23) tilgang til de ordningene som det regulerte markedet benytter for offentliggjøring av informasjon om ordre, se departementets forslag til § 28 annet ledd. Det pålegges altså, i tråd med direktivet, ingen plikt til å gi tilgang. Slik tilgang skal i så fall gis på alminnelige forretningsmessige vilkår og ikke-diskriminerende basis. Bestemmelsen vil gjennomføre direktivet artikkel 44 nr. 1 annet ledd.

Utvalget har i utkastet § 2-25 tredje ledd foreslått at Kredittilsynet kan frita regulert marked fra den foreslåtte plikten til å offentliggjøre informasjon om ordre. Direktivet har tilsvarende bestemmelser i artikkel 44 nr. 2, men i denne bestemmelsen stilles det nærmere vilkår for fritak fra plikten. Disse er ikke foreslått tatt inn i utkastet, men utvalget legger til grunn at disse fastsettes i forskrift, jf. utkast til forskriftshjemmel i utkastet § 2-25 fjerde

ledd. Departementet slutter seg til dette, men understreker at Kredittilsynets kompetanse til enhver tid vil utøves innen de rammer direktivet setter. Det vises til lovforslaget § 28.

Departementet slutter seg for øvrig til utkastet til forskriftshjemmel og krav om at regulerte markeder skal fastsette egne utfyllende regler om offentliggjøring av ordre, jf. lovforslaget § 28 første ledd tredje punktum.

Når det gjelder reglene om offentliggjøring av handler, foreslår utvalget å gjennomføre direktivets artikkel 45 (om «post trade transparency») i en egen lovbestemmelse, jf. utkastet § 2-26. Departementet viser til at bestemmelsen vil gjennomføre direktivet, og åpne for at tilhørende utfyllende bestemmelser på nivå 2 kan fastsettes i forskrift. Det vises til lovforslaget § 29.

Departementet er enig med utvalget i at plikten til offentliggjøring knytter seg til handler med aksjer, jf. tilsvarende forslag i lovforslaget § 28 som er omtalt ovenfor. Det vises til at den foreslåtte forskriftshjemmelen åpner for at det kan fastsettes regler om offentliggjøring av handler i andre finansielle instrumenter enn aksjer, jf. lovforslaget § 29 fjerde ledd.

Departementet viser for øvrig til de vurderingene som ligger til grunn for tilsvarende bestemmelser og problemstillinger knyttet til lovforslaget § 28 ovenfor når det gjelder adgangen til å åpne for tilgang for systematiske internaliserere (forslaget § 29 annet ledd), adgang for Kredittilsynet til å fritta for plikten (forslaget § 29 tredje ledd), forholdet til de utfyllende forskrifter (forslaget § 29 fjerde ledd første punktum) og plikt til å fastsette egne regler for markedsplassen (forslaget § 29 første ledd tredje punktum).

10.6 Bruk av sentral motpart eller oppgjørssystem fra annet EØS-land

10.6.1 Norsk rett

Norsk rett har ikke regler om regulerte markeders bruk av sentral motpart eller oppgjørssystem fra et annet EØS-land.

10.6.2 EØS-rett

Utvalget redegjør for direktivets artikkel 46 om bruk av sentral motpart og oppgjørssystem i andre medlemsstater (NOU 2006: 3 pkt. 7.6.1):

«Direktivet har i art. 46 regler om bruk av sentral motpart og oppgjørssystem fra annet EØS-land. Etter art. 46 nr. 1 skal ikke medlemslandene:

«...prevent regulated markets from entering into appropriate arrangements with a central counterparty or clearing house and a settlement system of another Member State with a

view to providing for the clearing and/or settlement of some or all trades concluded by market participants under their systems.»

I følge art. 46 nr. 2 skal en kompetent myndighet som utgangspunkt ikke motsette seg bruk av sentral motpart mv. fra et annet medlemsland:

«2. The competent authority of a regulated market may not oppose the use of central counterparty, clearing houses and/or settlement systems in another Member State except where this is demonstrably necessary in order to maintain the orderly functioning of that regulated market and taking into account the conditions for settlement systems established in Article 34(2).

In order to avoid undue duplication of control, the competent authority shall take into account the oversight/supervision of the clearing and settlement system already exercised by the national central banks as overseers of clearing and settlement systems or by other supervisory authorities with competence in relation to such systems.»

Departementet har ikke merknader til utvalgets fremstilling.

10.6.3 Utvalgets forslag

Utvalget legger til grunn at det ikke er nødvendig å gjennomføre artikkel 46 særskilt i norsk rett. Utvalget viser til at fravær av norske regler om regulerte markeders samarbeid med oppgjørssentraler mv. fra andre EØS-stater, medfører at Norge oppfyller denne direktivforpliktelsen. Utvalget uttaler videre (NOU 2006: 3 pkt. 7.6.3):

«Føringene som er lagt for regulerte markeders virksomhet i forslaget til §§ 2-19 og 2-20 endrer ikke på dette, jf. børsloven dagens § 5-3. Kredittilsynets påleggskompetanse etter forslaget til § 4-4 gir tilsynsmyndigheten anledning til å gripe inn hvis en slik ordning gjør det «demonstrably necessary». Et vilkår her vil likevel være at det regulerte markedet opptrer i «strid med lov eller bestemmelser gitt i medhold av lov», mest typisk reglene om virksomhetsbegrensning, jf. dagens § 8-4.»

10.6.4 Høringsinstansenes merknader

Ingen høringsinstanser har hatt merknader til denne delen av utvalgets utkast.

10.6.5 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets vurdering på dette punktet, og vil ikke foreslå særskilte regler om bruk av sentral motpart og oppgjørssystemer fra andre EØS-stater.

11 Multilaterale handelsfasiliteter (MHF)

11.1 Generelt

11.1.1 Norsk rett

Såkalte multilaterale handelsfasiliteter er ikke gjenstand for regulering under norsk rett. Multilaterale handelsfasiliteter er forkortet MHF, og er betegnelsen på et handelssystem som legger til rette for omsetning av finansielle instrumenter, og som representerer et alternativ til omsetning på de regulerte markedene. Utvalget uttaler for øvrig om gjeldende norsk rett på dette området (NOU 2006: 3 pkt. 8.1.2):

«Norsk rett har ingen særskilte regler om MHF eller tilsvarende omsetningsplattformer/systemer. Mottak og formidling av ordre på vegne av investorer, samt utføring av slike, krever tillatelse etter vphl. § 7-1 første ledd, jf. § 1-2 første ledd nr. 1. Definisjonen av og kravet til konsesjon for henholdsvis autoriserte markedsplasser og børser følger av børsloven §§ 1-3 og 2-1, jf. utredningen kapittel 6 der disse bestemmelsene er omtalt.»

11.1.2 EØS-rett

MiFID regulerer såkalte multilaterale handelsfasiliteter. Denne reguleringen er ny i forhold til ISD. Utvalget uttaler følgende om MiFIDs regler (NOU 2006: 3 pkt. 8.1.1):

«Finansielle instrumenter omsettes i EØS-området på og utenfor regulerte markeder, herunder på/i ulike multilaterale handelssystemer/fasiliteter. Sistnevnte omsetningsform har så langt ikke vært gjenstand for særskilt EØS-rettslig regulering, men har typisk funnet sted i regi av og innenfor rammeverket for verdipapirforetakene. Fortalen til MiFiD avsnitt 5 omtaler fremveksten av multilaterale handelsfasiliteter (MHF) slik:

«It is necessary to recognise the emergence of a new generation of organised trading systems alongside regulated markets which should be subjected to obligations designed to preserve the efficient and orderly functioning of financial markets. With a view to establishing a proportionate regulatory framework provision should be made for the inclusion of a new investment

service which relates to the operation of an MTF.»

Direktivet omtaler handelen på fasilitetene som «organised». All den tid omsetningen er organisert, legger direktivet opp til at handelen på MHF skal være underlagt visse minimumskrav. Det er i direktivet regler om blant annet omsetning av finansielle instrumenter på MHF, tilgang, markedsovervåking, samt offentliggjøring av opplysninger om ordre og gjennomførte handler, jf. art. 14, 26, 29 og 30. Det skal i medhold av de to sistnevnte artiklene fastsettes nærmere nivå-2 regler om blant annet «pre- and post-trade transparency» for MHF og regulerte markeder. Nivå-2 bestemmelsene for MHF og regulerte markeder ventes på mange områder å bli like.

Avsnitt 6 første punktum i fortalen understreker den nære sammenhengen mellom regulerte markeder og MHF:

«Definitions of regulated market and MTF should be introduced and closely aligned with each other to reflect the fact that they represent the same organised trading functionality.»

MiFIDs regulering av MHF og regulerte markeder er på mange områder lik. En rekke verdipapirrettslige EU-direktiver gjelder likevel bare for omsetning på regulerte markeder. For eksempel kommer markedsmisbruksdirektivet, transparencydirektivet, forordningen om anvendelse av internasjonale regnskapsstandards, samt tilbudsplikt- og prospektdirektivet bare til anvendelse på finansielle instrumenter som er (eller er søkt) opptatt til handel på regulerte markeder.

Etter annet punktum i avsnitt 6 skal det skilles mellom regulerte markeder og MHF på den ene side, og bilaterale systemer der verdipapirforetak handler på egen regning/risiko på den annen:

«The definitions should exclude bilateral systems where an investment firm enters into every trade on own account and not as a riskless counterparty interposed between the buyer and seller. The term «system» encompasses all those markets that are composed of a set of rules and a trading platform as well as those that only function on the basis of a set of rules.»

Definisjonen av MHF følger av art. 4 nr. 15 og lyder:

«Multilateral trading facility (MTF)» means a multilateral system, operated by an investment firm or a market operator, which brings together multiple third-party buying and selling interests in financial instruments - in the system and in accordance with non-discretionary rules - in a way that results in a contract in accordance with the provisions of Title II;»

Definisjonen av MHF har som nevnt mange likhetstrekk med definisjonen av regulert marked, jf. art. 4 nr. 14. Visse forskjeller er det imidlertid, for eksempel ved at et regulert marked etter definisjonen skal ha opptaksregler. I tillegg skal et regulert marked etter definisjonen fungere «regularly». Direktivreguleringen av MHF og regulerte markeder er heller ikke identisk. Omsetningen på MHF skal skje «in accordance with the provisions of Title II», men omsetningen på regulerte markeder skal skje etter reglene i «Title III», jf. pkt. 8.4 om den nærmere reguleringen av MHF. Det er presisert i fortalens avsnitt 6 fjerde punktum av det ikke kreves at det regulerte markedet eller MHF selv drifter de tekniske systemene (dataløsningen) som brukes for å matche kjøps- og salgsordre.»

11.1.3 Utvalgets forslag

Utvalgets forslag og vurderinger fremgår av NOU 2006: 3 pkt. 8.1.3.1:

«Utvalget foreslår at direktivets definisjon av MHF gjennomføres i vphl. ny § 2-5:

«Med multilateral handelsfasilitet (MHF) menes et multilateralt system der det legges til rette for omsetning av finansielle instrumenter i samsvar med ufravikelige regler og kravene fastsatt i denne lov med forskrifter.

Verdipapirforetak og regulert marked kan drive MHF, jf. §§ 9-1 og 9-5.

MHF kan ikke drives i medhold av tillatelse etter lov om regulerte markeder.»

Definisjonene av MHF og regulert marked er utformet med tanke på å være gjensidig utelukkende, jf. lovutkastet og pkt. 8.1.3.2 nedenfor. Av annet ledd av forslaget fremgår det at verdipapirforetak og regulerte markeder kan drive MHF. De nærmere reglene om tillatelse til å drive MHF følger av forslaget til vphl. §§ 9-1 og 9-5. Det bør av pedagogiske grunner vises til disse bestemmelsene i definisjonen av MHF.

Utvalget foreslår at definisjonen av MHF inntas i vphl. kapittel 2 sammen med lovens øvrige hoveddefinisjoner. En MHF er etter forslaget et «multilateralt system». Dette betyr at

bilaterale ordninger for matching av ordre mv. faller utenfor definisjonen. Til forskjell er et regulert marked etter forslaget til børsloven ny § 1-3, et «foretak», jf. utredningen pkt. 6.2.3. Nærmere veiledning for tolkning av vilkåret «system» finnes i pkt. 6 i fortalen til direktivet:

«The term «system» encompasses all those markets that are composed of a set of rules and a trading platform as well as those that only function on the basis of a set of rules.»

Etter forslaget til definisjon av MHF skal det «legges til rette for omsetning». Samme terminologi er benyttet i dagens børslov og forslaget til definisjon av regulert marked. Mer konkret betyr dette at kjøps- og salgsinteresser vil matches i fasiliteten, jf. direktivet art. 4 nr. 15 om «multiple third-party buy-ing and selling interests». Det er forutsatt at matchingen skal skje i fasilitetens regi, jf. «brings together» i art. 4 nr. 15.

En MHF vil etter forslaget til § 11-1 første ledd bokstav b) måtte fastsette ikke-diskresjonære/faste handelsregler. Forslaget er omtalt i mer detalj i pkt. 8.3. Dette betyr som utgangspunkt at aktørene på markedet vil ha rett til å få effektivt ordre som legges inn i systemet i tråd med handelsreglene, jf. pkt. 6 i fortalen til direktivet:

«The term «non-discretionary rules» means that these rules leave the investment firm operating an MTF with no discretion as to how interests may interact.»

Det må likevel, etter omstendighetene, for eksempel være adgang til å slette åpenbart gale ordre. Nærmere krav til handelsreglene vil følge av verdipapirhandelloven med forskrifter, jf. lovutkastet § 11-1 som er omtalt nedenfor.

Verdipapirfondloven benytter i § 4-6 første ledd nr. 2 begrepet «annet regulert marked som fungerer regelmessig og er åpent for allmennheten». En MHF som tilfredsstiller vilkårene må antas å være et slikt marked.»

Utvalget har også vurdert forholdet mellom regulert marked og multilaterale handelsfasiliteter (NOU 2006: 3 pkt. 8.1.3.2):

«Forslaget til definisjon av MHF er relativt lik forslaget til definisjon av regulert marked i børsloven ny § 1-3. Det kan reises spørsmål om direktivet legger noen særskilte virksomhetsmessige begrensinger for verdipapirforetak eller regulert marked som driver MHF. Mer konkret kan det reises spørsmål om en MHF i realiteten kan bedrive den samme virksomheten som et regulert marked. Uavhengig av hva som følger av direktivet, må det vurderes om det i nasjonal rett kan og eventuelt bør skilles

funksjonelt mellom MHF på den ene side og regulert marked på den annen. Spørsmålene vurderes i det følgende.

En MHF og et regulert marked vil operere under ulike konsesjonsmessig regimer. Rettsvirkningene av å ha tillatelse som MHF eller regulert marked vil derved være ulike. Å drive MHF er en investeringstjeneste og virksomheten skal som utgangspunkt utøves i samsvar med nasjonale regler som gjennomfører MiFID del 2. Regulert marked vil gis tillatelse etter børsloven og virksomheten skal følge reglene som gjennomfører direktivets del 3. I tillegg vil nasjonale særbestemmelser regulere MHF og regulert marked. For regulerte markeder med «offisiell notering» vil direktiv 2001/34/EF (opptaksdirektivet) gjelde, jf. kapittel 6 ovenfor.

Ser en nærmere på definisjonene av MHF og regulert marked, er det etter direktivet ikke noe vilkår at en MHF fungerer regelmessig eller at finansielle instrumenter tas opp til handel. Det synes for det første klart at det ikke er noe i veien for at en MHF fungerer regelmessig. Videre må det antas at verdipapirforetak eller regulert marked som driver MHF må kunne organisere og stille krav til de finansielle instrumentene som skal omsettes i fasiliteten. Det er i MiFID art. 14 nr. 2 forutsatt at det skal finnes regler om disse forholdene. Verdipapirforetak og regulerte markeder som driver MHF må derfor kunne utarbeide lister mv. over de finansielle instrumentene som er gjenstand for omsetning på fasiliteten. I tillegg må det kunne stilles vilkår for å kunne bli omsatt på MHF, for eksempel i form av krav om finansielle instrumenters frie omsettelighet og utstederforetakets omsetning eller verdi.

Utvalget har på bakgrunn av definisjonene av MHF og regulert marked vanskelig for å se at det i direktivet oppstilles noe funksjonsmessige skille mellom de to. Fortalen understreker dette forholdet ettersom MHF og regulerte markeder «represent the same organised trading functionality», jf. pkt. 6. Det synes med dette relativt klart at en MHF og et regulert marked etter MiFID kan drive den samme virksomheten. Spørsmålet blir derved om Norge kan og eventuelt bør oppstille funksjonelle begrensninger for hva en MHF kan bedrive for å tydeliggjøre forskjellen fra et regulert marked. Utvalget ser i utgangspunktet grunner for å introdusere et slikt virksomhetsmessig skille. For det første antar utvalget at regulerte markeds opptaksregler i noe større grad vil gi utstederforetak et «kvalitetsstempel». Fra et investorståsted vil det derved kunne bli lagt til grunn at investeringer i finansielle instrumenter på regulerte markeder er forbundet med noe mindre risiko enn der omsetningen kun skjer på MHF. Et verdipapirforetak eller regu-

lert markeder som driver en MHF skal også fastsette kriterier for finansielle instrumenter som skal omsettes på MHF. Slike opptakskriterier vil imidlertid ha form av selvregulering, ikke lovfastsatte regler.

For det andre antar utvalget at den bakenforliggende reguleringen av ulike atferds- og informasjonsforpliktelser kan tale i retning av å skille virksomhetsmessig mellom MHF og regulert marked. Regler om blant annet markedsmissbruk, løpende og periodisk rapportering, samt prospekt- og tilbudsplikt gjelder ikke for omsetning på MHF. Investorbeskyttelsen på MHF vil derved være mindre enn på regulerte markeder. For å avhjelpe dette et stykke på vei, kan en gi kjernebestemmelsene i vphl. dagens kapittel 2 (om markedsmissbruk) anvendelse på MHF, jf. pkt. 8.3.3 nedenfor. Videre vil verdipapirforetak og regulerte markeder som driver MHF ha plikt til å påse at det i nødvendig grad finnes tilstrekkelig offentlig informasjon til at det kan foretas en velfundert investeringsbeslutning, jf. lovutkastet § 11-1 første ledd bokstav d), som gjennomfører art. 14 nr. 2 annet ledd. Her skal det likevel ses hen til kundens profesjonalitet og type finansielt instrument, slik at beslutningsgrunnlaget for investorer i finansielle instrumenter som omsettes på MHF, i sum vil være mindre enn der omsetningen skjer på regulerte markeder.

For det tredje viser utvalget til at art. 36 nr. 1 stiller vilkår om særskilt tillatelse for virksomhet som regulert marked. Tillatelse skal bare gis der tilsynsmyndigheten «is satisfied that both the marked operator and the systems of the regulated market comply at least with the requirements laid down in this Title». En tolkning av dette er at virksomhet som regulert marked krever tillatelse som sådan. Tilsvarende løsning følger av dagens børslov hvorefter virksomhet som regulert marked skal forbeholdes foretak med tillatelse som sådan, jf. børsloven § 2-1 første ledd. En annen forståelse av art. 36 nr. 1 er at myndighetenes «godkjentstempel» i form av konsesjon som regulert marked bare skal gis til visse foretak, men at en MHF ikke er forhindret fra å drive samme virksomheten. Gitt fraværet av eksplisitt regulering i direktivets del 2 og 3, samt fortalens pkt. 6, kan gode grunner tale for sistnevnte tolkning.

Utvalget er i tvil om det i norsk rett kan introduseres et funksjonelt skille mellom MHF på den ene siden og regulert marked på den annen. Forskjellene i direktivets definisjoner er ikke vesentlige og det kan vanskelig oppstilles et funksjonsmessig skille på bakgrunn av disse. Heller ikke for øvrig har direktivet regler som tydelig skiller mellom virksomheten til MHF og regulert marked. Uavhengig av dette ser ikke utvalget tungtveiende grunner til at det

bør innføres et funksjonelt skille mellom MHF og regulert marked. Utvalget legger imidlertid til grunn at det i norsk rett må skilles tillatelsesmessig mellom MHF og regulerte markeder. Rettsvirkningene av å inneha den ene eller den andre tillatelsen vil derved være ulike. En MHF vil med dette kunne oppfylle vilkårene i børsloven ny § 1-3 første ledd uten å måtte søke om tillatelse som regulert marked. Utvalget ser ikke grunn til at departementet i tvilstilfeller skal kunne avgjøre om en virksomhet utløser børslovens krav om konsesjon, jf. forslaget til børsloven ny § 2-1 annet ledd. For øvrig vises det til forslaget til vphl. ny § 2-5 og kapittel 11, og omtalen i spesialmerknadene.»

11.1.4 Høringsinstansenes merknader

Advokatforeningen, Nord Pool ASA og Nordic Association for Electricity Traders (NAET) mener at definisjonen av MHF i utkastet § 2-5 og bruk av kriteriet «ufravelige regler» ikke er en dekkende oversettelse av direktivets kriterium «non-discretionary rules». Disse høringsinstansene understreker at direktivet legger opp til at handelsreglene til en MHF ikke må være skjønnsbaserte, og at dette ikke er det samme som at reglene må være ufravelige. Nord Pool ASA og NAET fremholder for eksempel at det ikke er tilstrekkelig etter direktivet at reglene er ufravelige dersom de er diskresjonære i innhold.

Videre fremholder Nord Pool ASA og NAET at direktivets krav til «å bringe sammen tredjeparters kjøps- og salgsinteresser» er utelatt i den norske teksten, hvilket vil kunne skape uklarhet med hensyn til om automatiske matchingsystemer for egenhandel omfattes.

FNH og Sparebankforeningen peker på at MHF vil reguleres av ny verdipapirhandellov i henhold til utvalgets utkast, mens regulert marked vil reguleres av ny lov om regulerte markeder. Dette vil innebære ulike konsesjons- og virksomhetsregler. I den forbindelse uttaler FNH og Sparebankforeningen at det er viktig å sørge for at reglene for bankene som utstedere av finansielle instrumenter i utgangspunktet ikke gjøres strengere enn det som følger av EØS forpliktelsene, med mindre dette er særlig begrunnet. Det understrekes videre at det er behov for denne type handelsplasser som ikke formelt er å oppfatte som regulerte markeder, men som i praksis vil kunne ha flere av de samme funksjonene, og Alternative Bond Market som drives av Oslo Børs nevnes som et godt eksempel på dette.

Norges Bank sier i sin høringsuttalelse at utvalget har lagt til grunn at den legale rammen mellom

«regulert marked» og MHF skal gjøres minst mulig, uten at dette er en direktivforpliktelse. Av hensyn til konkurransen hevder Norges Bank at en motsatt tilnærming vil være fordelaktig, og at handelsfasilitetene da vil være velegnet for handel med «junkbonds» i stedet for å utgjøre en alternativ markedsfasilitet for aksjer. Handelsfasiliteten bør få fastsette sine egne regler, og med en større rettslig forskjell mellom MHF og regulerte markeder, vil konkurransetrykket øke og systemet få økt effektivitet.

Ingen av de øvrige høringsinstansene har merknader til utvalgets forslag.

11.1.5 Departementets vurdering

I henhold til lovforslaget § 2-1 første ledd nr. 7 er drift av multilateral handelsfasilitet en investerings-tjeneste. Bestemmelsen gjennomfører MiFID artikkel 4 nr. 1 pkt. 15) jf. MiFID vedlegg I del A nr. 8.

Departementet viser til at flere av høringsinstansene er positive til en regulering av en slik alternativ markeds plass som de multilaterale handelsfasilitetene representerer. Departementet er enig med utvalget i at det er hensiktsmessig med en egen bestemmelse som gjennomfører MiFIDs definisjon av hva en multilateral handelsfasilitet er. Departementet slutter seg i det vesentlige til utvalgets utkast, men foreslår at uttrykket «ikke-diskresjonære regler» erstattes med «objektive regler», jf. lovforslaget § 2-3 fjerde ledd. Departementet legger til grunn at «objektive» gir en mer dekkende oversettelse av direktivets ordlyd «non-discretionary», og viser til de høringsmerknadene som knytter seg til dette. Det vises til lovforslaget § 2-3 fjerde ledd. Tilsvarende er «objektiv» brukt i den foreslåtte definisjonen av regulert marked i forslag til ny lov om regulerte markeder § 3, jf. omtale ovenfor under pkt. 9.2.5.

Forholdet mellom multilaterale handelsfasiliteter og regulerte markeder er nærmere omtalt ovenfor under punkt 9.2.5, og det vises til denne omtalen.

11.2 Tillatelse til å drive multilateral handelsfasilitet

11.2.1 Norsk rett

Norsk rett har, som nevnt ovenfor, ingen regler om multilaterale handelsfasiliteter.

11.2.2 EØS-rett

Utvalget omtaler reglene om tillatelse til å drive multilaterale handelsfasiliteter i NOU 2006: 3 pkt. 8.3.1:

«Regler om tillatelse til å drive MHF følger av art. 5. Etter bestemmelsen kan verdipapirforetak og «any market operator» gis slik tillatelse. En markedsoperatør har rett på tillatelse forutsatt at vilkårene i MiFID del 2 kapittel 1 (som omhandler «conditions and procedures for authorisation») er oppfylt, likevel med unntak av art. 11 og 15. Det vises til kapittel 3 når det gjelder verdipapirforetaks søknad om tillatelse til å yte investeringstjenester.»

11.2.3 Utvalgets forslag

Utvalgets forslag fremgår av NOU 2006: 3 pkt. 8.3.3:

«Drift av MHF vil være en investeringstjeneste som verdipapirforetak kan søke tillatelse til, jf. kapittel 3. Det er i lovutkastet § 9-5 presisert at også regulerte markeder, kan drive MHF:

«Departementet gir foretak med tillatelse i medhold av lov om regulerte markeder tillatelse til å drive MHF, dersom foretaket oppfyller §§ 9-1, 9-9, 9-10, 9-11, 9-13 og 11-1.»

Etter forslaget vil regulerte markeder ha rett til tillatelse til å drive MHF forutsatt at visse krav er oppfylt, jf. MiFID art. 5 nr. 2. Mer konkret må regulerte markeder godtgjøre at de oppfyller reglene som gjelder for verdipapirforetak om:

- Tillatelse, jf. forslaget til vphl. § 9-1
- Ledelse, jf. forslaget til vphl. § 9-9
- Eierbegrensning/aksjeeierstruktur, jf. forslaget til § 9-10
- Organisering, jf. forslaget til vphl. § 9-11
- Startkapital, jf. forslaget til vphl. § 9-13
- Handel og gjennomføring av transaksjoner i MHF, jf. forslaget til § 11-1

Disse reglene vil som hovedregel være oppfylt ved at børsloven inneholder tilsvarende eller strengere regulering for regulerte markeder. Typisk vil reglene om vilkår og bortfall av tillatelse, ledelse, startkapital, samt handel og gjennomføring av transaksjoner som utgangspunkt være innfridd. Reglene om eierregulering vil derimot ikke være like, jf. forslag til vphl. § 9-10 og børsloven § 2-14 flg. Det samme gjelder reglene om organisering, jf. forslaget til vphl. § 9-11 og børsloven § 2-10. Dette medfører at regulerte markeder som ønsker å drive MHF må godtgjøre overfor konsesjonsmyndigheten at aksjeeierstrukturen og organiseringen er i tråd med vphl. ny §§ 9-10 og 9-11. Dette gjelder likevel bare så langt det er snakk om gjennomførte direktivforpliktelser. Regulerte markeder behøver ikke å oppfylle særnorske krav for verdipapirforetaks aksjeeierstruktur og organisering.»

11.2.4 Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet er enig i utvalgets vurderinger, men peker på at en MHF som skal drives av et regulert marked vil være gjenstand for en separat vurdering, der særlige kravene til utvalgets utkast til ny vphl. § 9-11 etter omstendighetene kan by på utfordringer for det regulerte markedet.

Ingen av de øvrige høringsinstansene har merknader til utvalgets forslag.

11.2.5 Departementets vurdering

Departementet viser til at drift av multilateral handelsfasilitet etter forslaget til § 2-1 første ledd nr. 7 er en investeringstjeneste, som verdipapirforetak må ha tillatelse til å drive. Krav om tillatelse følger av lovforslaget § 9-1. Departementet slutter seg til utvalgets utkast til bestemmelse om at også regulert marked (foretak som har tillatelse til å drive virksomhet som regulert marked i medhold av forslaget til ny lov om regulerte markeder § 4) (jf. utvalgets utkast til § 2-1) kan gis tillatelse til å drive multilateral handelsfasilitet. Det vises til lovforslaget § 9-5, som vil gjennomføre MiFID artikkel 5 nr. 2. Lovforslaget § 9-5 krever at det regulerte markedet oppfyller kravene i utkast til ny verdipapirhandellov §§ 9-1, 9-9, 9-10, 9-11, 9-13 og 11-1. Dette er bestemmelser som stiller krav til verdipapirforetakenes ledelse, eierbegrensning/aksjeeierstruktur osv.

11.3 Regulering av multilaterale handelsfasiliteter

11.3.1 Handel og gjennomføring av transaksjoner

EØS-rett

Utvalget har redegjort for MiFIDs bestemmelser om handel og gjennomføring av transaksjoner på multilaterale handelsfasiliteter i NOU 2006: 3 pkt. 8.4.1.1:

«Det følger av direktivet art. 4 nr. 15 at omsetningen av finansielle instrumenter i MHF skal skje «in a way that results in a contract in accordance with the provisions of Title II». Direktivets del 2 inneholder regler om tillatelse for og virksomheten til verdipapirforetak. Mange av bestemmelsene gjelder generelt for verdipapirforetak, det vil si uavhengig av hvilken investeringstjeneste som ytes. Det er i del 2 i tillegg gitt enkelte særregler for MHF, jf. for eksempel art. 14 og 26. Disse reglene vil som utgangspunkt gjelde for verdipapirforetak og markedsoperatører som driver MHF, og bestemmelsene gjennomgås i det følgende.

Direktivets regler om handel og gjennomføring av transaksjoner i en MHF, følger av art. 14. Bestemmelsen har flere likhetstrekk med art. 40 og 42 som henholdsvis gjelder opptak til handel og medlemskap på regulerte markeder. Art. 14 er likevel vesentlig kortere og det skal ikke fastsettes nivå-2 regler i medhold av bestemmelsen. Etter nr. 1 skal medlemsstatene kreve at verdipapirforetak eller markedsoperatører som driver en MHF, i tillegg til å møte de organisatoriske kravene i art. 13, etablerer:

«transparent and non-discretionary rules and procedures for fair and orderly trading and establish objective criteria for the efficient execution of orders.»

Vilkåret «non-discretionary» er omtalt i fortalens sjette avsnitt som følger:

«The term «non-discretionary rules» means that these rules leave the investment firm operating an MTF with no discretion as to how interests may interact.»

Handelsreglene skal med dette være gjennomsiktlige (transparente) og ikke-diskresjonære/faste. Reglene skal videre legge til rette for rettferdig («fair») og ordnet («orderly») handel, samt angi objektive kriterier for en effektiv gjennomføring av ordre.

Det stilles i art. 14 nr. 2 første ledd vilkår om gjennomsiktlige regler med hensyn til kriteriene for hvilke finansielle instrumenter som kan omsettes på en MHF:

«Member States shall require that investment firms or market operators operating an MTF establish transparent rules regarding the criteria for determining the financial instruments that can be traded under its systems».

Videre skal det etter art. 14 nr. 2 annet ledd finnes tilstrekkelig offentlig tilgjengelig informasjon slik at brukerne («users») kan treffe en investeringsbeslutning («investment judgement»), hensyntatt type aktør og instrument. Verdipapirforetaket eller markedsoperatøren som driver en MHF plikter å vurdere om disse opplysningene er offentlig tilgjengelig og, om nødvendig, treffe foranstaltninger for å sørge for at slik offentliggjøring finner sted («provide, or are satisfied »). Det må rimeligvis vurderes konkret om investorer vil være i stand til å treffe velfunderte investeringsbeslutninger.

Det er i direktivet ikke stilt vilkår om at utsteder skal være underlagt noen løpende eller periodisk informasjonsplikt vis-à-vis MHF. Der et omsettelig verdipapir er tatt opp til handel på et regulert marked og verdipapiret også omsettes på en MHF uten at utstederen har anmodet om dette, skal utstederen ikke underlegges

noen periodiske eller løpende informasjonsforpliktelser overfor fasiliteten, jf. art. 14 nr. 6. En tilsvarende regel finnes i art. 40 nr. 5 i.f.

Etter art. 14 nr. 3 gjelder ikke reglene i direktivet art. 19 (god forretningsskikk overfor kunder), 21 (prinsippet om «best execution») og 22 (regler om klientordre) for transaksjoner som inngås mellom medlemmene/deltagerne på en MHF, eventuelt mellom medlemmene/deltagerne og selve fasiliteten. Art. 19, 21 og 22 skal imidlertid etterleves av medlemmene/deltagerne overfor sine kunder, når kundeordre gjennomføres på en MHF:

«However, the members of or participants in the MTF shall comply with the obligations provided for in Articles 19, 21 and 22 with respect to their clients when, acting on behalf of their clients, they execute their orders through the systems of an MTF.»

Tilsvarende regel for regulerte markeder finnes i art. 42 nr. 4. Det er i art. 14 nr. 4 fastsatt regler om tilgang («access to») til en MHF:

«Member States shall require that investment firms or market operators operating an MTF establish and maintain transparent rules, based on objective criteria, governing access to its facility. These rules shall comply with the conditions established in Article 42(3).»

Tilgangs/medlemskapsreglene skal være gjennomsiktlige og basert på objektive kriterier. Reglene skal dessuten være i samsvar med kravene i art. 42 nr. 3. I denne bestemmelsen er det blant annet stilt egnethetskrav til medlemmer. Det vises til utredningen pkt. 7.3 for så vidt gjelder vilkårene for medlemskap på et regulert marked.

Etter art. 14 nr. 5 skal medlemsstatene kreve at verdipapirforetak og markedsoperatører som driver en MHF skal informere sine brukere («users») om partenes respektive ansvar for oppgjør av transaksjonene som er gjennomført i fasiliteten. Medlemsstatene skal videre kreve at verdipapirforetak og markedsoperatører har sørget for nødvendige ordninger («necessary arrangements») som legger til rette for et effektivt oppgjør av gjennomførte transaksjoner:

«Member States shall require that investment firms or market operators operating an MTF clearly inform its users of their respective responsibilities for the settlement of the transactions executed in that facility. Member States shall require that investment firms or market operators operating an MTF have put in place the necessary arrangements to facilitate the efficient settlement of the transactions concluded under the systems of the MTF.»

Medlemsstatene skal sørge for at en MHF umiddelbart etterkommer et pålegg («comply immediately with any instruction») fra den kompetente myndigheten om å suspendere eller stryke et finansielt instrument fra fasiliteten, jf. art. 14 nr. 7. Direktivet har derimot ingen egen regel om at verdipapirforetaket eller markedsoperatøren kan kreve suspensjon og strykning fra MHF, jf. motsatt i art. 41 som gjelder for regulerte markeder.»

Utvalgets forslag

Utvalget drøfter først den lovmessige plasseringen av regler for MHF, jf. NOU 2006:3 pkt. 8.4.3.1. Reglene vil være aktuelle både for verdipapirforetak og regulerte markeder, og utvalget reiser derfor spørsmål om reglene som gjennomfører direktivet bør inntas i verdipapirhandelloven eller børsloven, eventuelt begge steder. Fordi drift av MHF er en investeringstjeneste i henhold til direktivet og utkastet til ny verdipapirhandellov, legger utvalget til grunn at reglene bør inntas i ny verdipapirhandellov som et nytt kapittel 11 om multilaterale handelsfasiliteter (MHF). De foreslåtte reglene om regulerte markeds tillatelse og drift av MHF vil dermed følge av utkast til ny verdipapirhandellov.

Utvalget foreslår videre (NOU 2006: 3 pkt. 8.4.3.2:

«MiFIDs regler om handel og gjennomføring av transaksjoner i MHF i art. 14, foreslås inntatt i vphl. § 11-1. Etter bestemmelsen skal verdipapirforetak og regulerte markeder som driver MHF i tillegg til å tilfredsstille lovens organisatoriske krav, oppfylle visse nærmere vilkår. Der den underliggende direktivreguleringen er lik for MHF og regulerte markeder, foreslår utvalget som utgangspunkt at det benyttes samme formuleringer i vphl. kapittel 11 og børsloven. Utvalget viser i denne forbindelse til omtalen av børsloven i kapitlene 6 og 7.

Forslag til vphl. ny § 11-1 første ledd nr. 1 og 2 lyder:

«Den som driver MHF, skal i tillegg til å tilfredsstille kravene i 11,

ha gjennomnsiktige og uforvikelige handelsregler, herunder etablere objektive kriterier for effektiv gjennomføring av ordre,

ha gjennomnsiktige og klare regler om hvilke finansielle instrumenter som skal kunne handles i systemet»

Etter nr. 1 skal verdipapirforetak og regulerte markeder som driver MHF ha transparente og uforvikelige (ikke-diskresjonære) handelsregler, herunder etablere objektive kriterier for effektiv gjennomføring av ordre. Utvalget legger til grunn at hovedhensikten med regelen er å skaffe brukere av MHF forutberegnelighet med hensyn til handelen på fasil-

iteten. Bestemmelsen kan således ikke leses som et forbud mot å innta skjønsmessige vilkår i handelsvilkårene. Videre må åpenbart gale ordre kunne slettes av verdipapirforetaket eller det regulerte markedet.

I følge lovutkastet § 11-1 nr. 2 skal det finnes gjennomnsiktige og klare regler med hensyn til hvilke finansielle instrumenter som skal kunne handles i systemet, jf. art. 14 nr. 2 første ledd. Igjen er formålet å skape forutberegnelighet og hindre usaklig forskjellsbehandling. Mer konkret antas det at verdipapirforetak og regulerte markeder som driver MHF må fastsette kriterier for de finansielle instrumentene, for eksempel at aksjer skal være fritt omsettelige. I børsloven ny § 2-21 annet ledd er det foreslått regler om opptak av derivater til handel på regulert marked. Tilsvarende bestemmelse finnes ikke i direktivet for MHF. Utvalget antar likevel at det ikke er noe i veien for at verdipapirforetak og regulerte markeder som driver MHF fastsetter regler om derivatkontraktene som skal omsettes på fasiliteten, jf. pkt. 8.1.3.

Regler om tilgang («access to») til MHF finnes i art. 14 nr. 4. Etter bestemmelsen skal verdipapirforetak og regulerte markeder som driver MHF fastsette regler om slik tilgang. Disse reglene skal «comply with the conditions established in Article 42 (3)». Her fremkommer det at enhver kan bli medlem på regulert marked forutsatt at vedkommende tilfredsstiller egnethetskravene i bokstav a) til d). Et spørsmål som oppstår er om kravet om tilgang stenger for direktehandler på MHF, det vil si om kun «medlemmer» kan delta i handelen. Utvalget legger til grunn at dette må besvares bekreftende. Personene som skal delta i handelen må tilfredsstille nevnte egnethetskrav, jf. lovutkastet § 11-1 annet ledd omtalt under. Det antas ikke nødvendig å presisere dette i lovteksten utover «kan gis tilgang» i § 11-1 annet ledd. Utvalget foreslår på denne bakgrunn ingen regel i vphl. kapittel 11 som tilsvarende gjeldende børslov § 5-4 første ledd (foreslått videreført i form av en ny § 2-23 første ledd annet punktum). Det presiseres like fullt at en MHFs «tilgangsregler» som utgangspunkt skal tilsvare kravene til medlemskap i børsloven, jf. art. 42 nr. 3 og forslag til børsloven ny § 2-23 som er omtalt i kapittel 7. Etter lovutkastet § 11-1 annet ledd kan:

«Verdipapirforetak, kredittinstitusjoner og andre gis tilgang til MHF, forutsatt at de har en forsvarlig kapital, formålstjenlig organisasjon, og tilstrekkelige tekniske systemer, og for øvrig anses skikket til å delta i handelen i forhold til de forpliktelser tilgangen innebærer.»

Det er i lovutkastet § 11-1 første ledd nr. 4 stilt vilkår om offentlighetens tilgang til relevant informasjon, jf. direktivet art. 14 nr. 2 annet

ledd. Etter forslaget skal verdipapirforetak og regulerte markeder som driver MHF «i nødvendig grad» påse at det finnes tilstrekkelig offentlig informasjon til at en bruker (det vil si en som ønsker å kjøpe eller selge på egne eller andres vegne) kan fatte en velfundert investeringsbeslutning. Det skal her ses hen til brukers profesjonalitet og hva slags type finansielt instrument det er snakk om.

Lovutkastet § 11-1 første ledd nr. 5 og 6 gjennomfører MiFID art. 14 nr. 5. Etter bestemmelsen skal verdipapirforetak og regulerte markeder som driver MHF tydelig informere sine brukere om deres ansvar for gjennomføring av transaksjoner sluttet i fasiliteten. Videre skal verdipapirforetak og regulerte markeder som driver MHF sørge for at det legges til rette for effektiv og rettidig gjennomføring av transaksjoner på MHF. For så vidt gjelder sistnevnte regel vises det til forslaget til børsloven ny § 2-10 bokstav d).

Et verdipapirforetak og regulerte markeder som driver MHF skal etter utkastet til ny vphl. § 11-1 umiddelbart etterkomme et pålegg fra Kredittilsynet om å suspendere eller stryke et finansielt instrument fra handel. Bestemmelsen gjennomfører art. 14 nr. 7 og har sitt motstykke for regulerte markeder i børsloven § 2-22 tredje ledd. Her er imidlertid regelen noe annerledes utformet, uten at dette medfører noen realitetsforskjell.

Etter utkast til ny vphl. § 11-1 tredje ledd vil kravene til god forretningsskikk, «best execution» og utføring av kundeordre ikke gjelde for transaksjoner som slutes mellom «medlemmer» på MHF. Reglene vil imidlertid gjelde mellom et «medlem» og dets kunde. Tilsvarende regel er foreslått i børsloven § 2-23 fjerde ledd. Det vises til omtalen av denne i kapittel 7, samt kapittel 4 med hensyn til reglene om god forretningsskikk, «best execution» og klientordre for ikke-kunde initierte ordre/transaksjoner, jf. art. 14 nr. 3.

Der et omsettelig verdipapir er tatt opp til notering på et regulert marked uten at utstederen har anmodet om notering (såkalt «unsponsored listing»), og verdipapiret også omsettes på en MHF, skal utstederen ikke underlegges noen periodiske eller løpende informasjonsforpliktelser vis-à-vis fasiliteten, jf. art. 14 nr. 6. Bestemmelsen foreslås gjennomført i utkast til ny vphl. § 11-1 fjerde ledd.»

Høringsinstansenes merknader

Advokatforeningen uttaler følgende om utvalgets forslag til gjennomføring av direktivets artikkel 14:

«Direktivets artikkel 14 nr 1 stiller følgende krav til operatørene av en MTF:

Member States shall require that investment firms or market operators operating an MTF, in addition to meeting the requirements laid down in Article 13, establish transparent and non-discretionary rules and procedures for fair and orderly trading and establish objective criteria for the efficient execution of orders.

I det norske lovforslaget heter det at «den som driver MHF, skal i tillegg til å tilfredsstille kravene i § 9-11:ha gjennomsiktlige og ufravikelige handelsregler, herunder etablere objektive kriterier for effektiv gjennomføring av ordre»,

Vi tror at begrepet «transparent» i denne sammenhengen best oversettes med «klare», og vil for øvrig bemerke at begrepet «ufravikelig» nok legger for strenge føringer på handelssystemene; poenget er å sikre at det er ikke-skjønnsbaserte regler slik at man oppnår en rettfærdig og ordnet handel.

Direktivets artikkel 14 nr 2 sier som følger:

Member States shall require that investment firms or market operators operating an MTF establish transparent rules regarding the criteria for determining the financial instruments that can be traded under its systems.

I den norske lovteksten er dette skrevet som at man må ha «gjennomsiktlige og klare regler om hvilke finansielle instrumenter som skal kunne handles i systemet». Innholdsmessig er avviket ikke stort, men det etterlater spørsmål med om «gjennomsiktlige» innebærer mer enn «klare».

Artikkel 14 nr 2 annen setning lyder slik:

Member States shall require that, where applicable, investment firms or market operators operating an MTF provide, or are satisfied that there is access to, sufficient publicly available information to enable its users to form an investment judgement, taking into account both the nature of the users and the types of instruments traded.

I den norske teksten er dette beskrevet som at man må «i nødvendig grad påse at det finnes tilstrekkelig offentlig informasjon til at en bruker kan foreta en velfundert investeringsbeslutning, sett hen til type bruker og type finansielt instrument». Direktivtekstens term «where applicable» er uklar, men er i NOU'en ikke forstått som en reservasjon. Dermed blir imidlertid den norske reservasjonen «i nødvendig grad» misvisende; operatøren har en plikt til å sikre at tilstrekkelig informasjon tilgjengeleg.

Artikkel 14 nr 3 lyder som følger:

Member States shall ensure that Articles 19, 21 and 22 are not applicable to the transactions

concluded under the rules governing an MTF between its members or participants or between the MTF and its members or participants in relation to the use of the MTF. However, the members of or participants in the MTF shall comply with the obligations provided for in Articles 19, 21 and 22 with respect to their clients when, acting on behalf of their clients, they execute their orders through the systems of an MTF.

Den norske teksten sier at «kravene i §§ 10-13, 10-15, og 10-16 gjelder ikke for transaksjoner som slutes på MHF mellom personer som nevnt i andre ledd, eller mellom slike personer og MHF. Kravene i §§ 10-13, 10-15 og 10-16 gjelder imidlertid overfor nevnte personers kunder». Etter vårt syn kan det på en klarere måte fås frem poenget; at deltakerne i MHF må oppfylle de nevnte lovreglene i forhold til kundene, når de utfører kundeordre gjennom en MTF.

Artikkel 14 nr 5 sier som følger:

Member States shall require that investment firms or market operators operating an MTF clearly inform its users of their respective responsibilities for the settlement of the transactions executed in that facility. Member States shall require that investment firms or market operators operating an MTF have put in place the necessary arrangements to facilitate the efficient settlement of the transactions concluded under the systems of the MTF.

Den norske teksten stiller krav om at MHF skal «tydelig informere sine brukere om deres ansvar for gjennomføring av transaksjoner sluttet i fasiliteten» samt «sørge for at det legges til rette for effektiv og rettidig gjennomføring av transaksjoner på MHF». Også med tanke om at kapittel 11 etterfølges av kapittel 12 med tittelen «Verdipapiroppgjør», kunne det vært klargjørende om begrepet «settlement» var direkte oversatt med «oppgjør», ikke minst siden «gjennomføring av transaksjoner på MHF» språklig (og praktisk) kan bli forstått slik at det er gjennomføringen av selve transaksjonen (handelen/slutningen) på/i MHF det siktes til.»

Kredittilsynet uttaler i sin høringsuttalelse:

«Kredittilsynet formler i vphl § 11-1 første ledd nr. 4 erstattes med «forsikre seg om at det finnes tilstrekkelig offentlig tilgjengelig informasjon i markedet til at en bruker kan foreta en velbegrunnet investeringsbeslutning. Kravene skal ta utgangspunkt i informasjonsbehovet som de aktuelle brukerne av MHF'en har i forhold til de typer finansielle instrumenter som handles på denne.»

Det presiseres at direktivets ordlyd «users», jf. Artikkel 14 nr. 2 annet ledd, ikke har

noen opplagt forståelse. På den ene side trekker hensynet til å ivareta tilliten til markedet og investorene klart i retning at det er investorene som er vurderingstema. På den annen side kan det argumenteres mot dette, da det kan være vanskelig for en operatør av en MHF å ha den nødvendige oversikten over hvilke kunder deltakerne har. I den grad dette er verdipapirforetak, vil disse ha plikt til å ivareta interessene til sine kunder.

§ 11-1 annet ledd, regler om deltakelse på MHF (og børs) – utk. vphl.

Kredittilsynet peker på at den potensielt høyere risikoen ved å handle på en MHF kan være et moment i forståelsen av kriteriet «for øvrig ansees skikket til å delta» på en MHF.

Tilsynet fremhever at for forståelsen av hva som kreves for medlemskap og deltakelse på regulert marked og MHF, kan det også være et moment å se hen til utk. vphl § 10-18 om kvalifiserte motparter og de implisitte kravene til kvalifikasjoner og erfaring som forutsettes for at bestemmelsene om investorbeskyttelse ikke vil gjelde for disse. Direkte deltakelse i handelen på en MHF synes lite egnet for ikke profesjonelle investorer grunnet manglende mulighet for investorbeskyttelse, jf. motsetningsvis utk. vphl § 10-18 annet ledd, jf. tredje ledd.

Kredittilsynet understreker at i den konkrete egnethetsvurderingen som må foretas, vil det interne regelverket være et viktig element. Et internt regelverk vil imidlertid kun være bindende for partene som har vedtatt dette. Videre kan det, i motsetning til offentligrettslige regler, ikke håndheves av tilsynsmyndigheter, kun det sivile rettsapparat. Det legges til grunn at den nærmere avgrensningen vil utvikles gjennom praktiseringen av bestemmelsen.

Tilsynet peker videre på at ordlyden i utk. vphl § 11-1 første ledd nr. 3 bør bruke ordet «systemet» i stedet for det mer fremmedartede «fasiliteten». Det vises til at det i det foregående nummeret brukes ordet «systemet.»

Ingen av de øvrige høringsinstansene har merknader til utvalgets forslag.

Departementets vurdering

MiFID artikkel 14 regulerer handel og gjennomføring av transaksjoner på en MHF, og er av utvalget foreslått gjennomført i utkast til ny verdipapirhandellov § 11-1.

Departementet er enig med utvalget i at MiFID artikkel 14 bør gjennomføres i en egen bestemmelse. I likhet med flere av høringsinstansene, er departementet imidlertid av den oppfatning at begrepene «transparente» og «ufravikelige» i utvalgets utkast ikke bør benyttes i lovforslaget. Depar-

tementet foreslår at det oppstilles en bestemmelse i lovforslaget § 11-1 første ledd nr. 1 som pålegger multilateral handelsfasilitet å ha handelsregler, som blant annet inneholder objektive kriterier for effektiv gjennomføring av ordre. Etter departementets vurdering er det ikke nødvendig å lovfeste at disse reglene skal være «klare» all den tid det nærmere innholdet av reglene konkretiseres i bestemmelsen.

MiFID artikkel 14 nr. 2 krever at den som driver MHF skal ha «transparent rules» når det gjelder hvilke finansielle instrumenter som skal kunne omsettes på fasiliteten. Utvalget har foreslått en regel i utkast til ny verdipapirhandellov § 11-1 første ledd nr. 2 som krever «gjennomsiktige og klare» regler. Departementet viser til det ovenstående og legger til grunn at det ikke er nødvendig å presisere i lovteksten at reglene skal være «klare» eller «gjennomsiktige». Det foreslås derfor ikke å videreføre disse kriteriene i lovforslaget, jf. lovforslaget § 11-1 første ledd nr. 2 og 3.

I utkast til verdipapirhandellov § 11-1 første ledd nr. 4 angis det at den som driver en multilateral handelsfasilitet i «nødvendig grad» skal påse at det finnes «tilstrekkelig offentlig informasjon» til at en bruker kan foreta en «velfundert investeringsbeslutning». Informasjonsinnholdet skal være avpasset både brukertype og type finansielt instrument. Advokatforeningen fremholder at den norske reservasjonen «i nødvendig grad» er misvisende, og påpeker at operatøren har en plikt til å sikre at tilstrekkelig informasjon gjøres tilgjengelig. Kredittilsynet påpeker at det ikke er klart hvem som er «bruker» etter bestemmelsen, og at begrepet således åpner for flere tolkninger. Etter departementets vurdering vil bestemmelsens være klarere og mer i overensstemmelse med direktivteksten hvis «i nødvendig grad» strykes fra bestemmelsen i utkastet. Vurderingstemaet for hvor langt den som driver en multilateral handelsfasilitet må strekke seg for å overholde informasjonskravet, vil uansett være å finne i «tilstrekkelig offentlig informasjon». Dermed vil ordene «i nødvendig grad» etter departementets oppfatning innebære et utilsiktet vurderingstema som ikke følger av direktivteksten.

I utkast til ny verdipapirhandellov § 11-1 første ledd nr. 5 er en multilateral handelsfasilitet forpliktet til å informere brukerne om deres ansvar for gjennomføring (settlement) av transaksjoner sluttet i fasiliteten. Advokatforeningen mener ordet «oppgjør» bør benyttes i stedet for «gjennomføring». Departementet er enig i dette, og foreslår endringer i samsvar med dette i forhold til utvalgets utkast. Det vises til lovforslaget § 11-1 første

ledd nr. 5. Den samme endringen foreslås i forhold til utkastet § 11-1 første ledd nr. 6, jf. lovforslaget § 11-1 første ledd nr. 6. Departementet slutter seg for øvrig til utkastet § 11-1 første ledd nr. 7. Departementet legger videre til grunn at de kravene som foreslås for deltakere på multilaterale handelsfasiliteter, jf. lovforslaget § 11-1 annet ledd, når det gjelder kapital, organisasjon og tekniske systemer vil kunne medføre at det i stor grad er profesjonelle aktører som vil delta i slike systemer. Departementet slutter seg videre til utvalgets utkast til § 11-1 tredje ledd, som blant annet presiserer i sitt annet punktum at visse investorbeskyttelsesregler i lovforslaget kapittel 10 gjelder mellom deltakerne på MHFen og deres kunder.

I utkast til ny § 11-1 fjerde ledd foreslår utvalget en regel om at dersom et omsettelig verdipapir som er opptatt til handel på et regulert marked omsettes på en MHF uten utsteders samtykke, vil ikke utstederen bli underlagt informasjonsforpliktelser som følge av omsetningen. Departementet slutter seg til utvalgets utkast og viser til omtalen i NOU 2006: 3 punkt 8.4.3.2 og kapittel 7.

11.3.2 Markedsovervåkning

EØS-rett

MiFID artikkel 26 har regler om markedsovervåkning på multilaterale handelsfasiliteter. Utvalget har redegjort for direktivets forpliktelser slik (NOU 2006: 3 pkt. 8.4.1.2):

«Det er i art. 26 gitt regler om overvåking av handelen på MHF. Bestemmelsen er langt på vei lik art. 41 som gjelder for regulerte markeder. Etter art. 26 nr. 1 første punktum skal verdipapirforetak og markedsoperatører etablere og opprettholde effektive ordninger og prosedyrer («arrangements and procedures») for en regelmessig overvåking («monitoring») av brukernes regeletterlevelse. Mer konkret skal verdipapirforetak og markedsoperatører overvåke transaksjonene på fasiliteten med sikte på å avdekke regelbrudd, ureglementerte handelsforhold («disorderly trading conditions») og fremferd som kan være markedsmissbruk, jf. art. 26 nr. 1 annet punktum:

«Investment firms and market operators operating an MTF shall monitor the transactions undertaken by their users under their systems in order to identify breaches of those rules, disorderly trading conditions or conduct that may involve market abuse.»

Etter art. 26 nr. 2 første punktum skal verdipapirforetak og markedsoperatører som driver en MHF melde vesentlige brudd på sine regler,

ureglementerte handelsforhold og fremferd som kan være markedsmissbruk, til den kompetente myndigheten. I følge art. 26 nr. 2 annet punktum skal et verdipapirforetak eller markedsoperatør som driver en MHF, bistå («supply relevant information without delay provide full assistance») den kompetente myndigheten ved etterforskingen og rettsforfølgingen av markedsmissbruk.»

Utvalgets forslag

Utvalget foreslår at MiFID artikkel 26 om markedsovervåking av MHF gjennomføres i utkast til ny verdipapirhandellov § 11-2. Bestemmelsen angir at den som driver MHF skal etablere «effektive ordninger og prosedyrer» for å sikre at brukerne etterlever fasilitetens egne regler og å avdekke eventuelle «rettstridige handelsforhold og markedsmissbruk.» Utvalget legger til grunn at det må vurderes konkret hvilke overvåkingsskritt som er nødvendige, og at departementet vil kunne stille krav om for eksempel dataløsning, lokalisering, bemanning mv. ved konsesjonsbehandling.

Utvalget påpeker videre at den som driver MHF ikke har noen sanksjonsmyndighet, slik at det skal umiddelbart gis melding til Kredittilsynet ved mistanke om «vesentlige brudd på fasilitetens egne regler, rettstridige handelsforhold og markedsmissbruk», jf. utkastets § 11-2 annet ledd.

I utkastet § 11-2 tredje ledd er det presisert at den som driver MHF skal bistå Kredittilsynet ved mistanke om markedsmissbruk.

Utvalget angir videre at det i medhold av børsloven er gitt forskrift om markedsovervåking. Forskriften bør etter utvalgets syn vurderes i lys av gjennomføringen av direktiv 2003/6/EF (markedsmissbruksdirektivet) og MiFID. Utvalget antar at spørsmålet om forskriftens anvendelse på MHF bør vurderes i forbindelse med forskriftsfastsettelsen av direktivets nivå-2 regler. Utvalget har foreslått en forskriftshjemmel i utkastet § 11-2 fjerde ledd.

Høringsinstansenes merknader

Advokatforeningen uttaler i sin høringsuttalelse at artikkel 26 stiller krav til at MHF overvåker markedet med sikte på å identifisere regelbrudd. Advokatforeningen oppfatter imidlertid rapporteringsplikten etter utvalgets forslag som til dels strengere enn det som følger av direktivet. Det vises i den forbindelse til at utvalgets forslag forutsetter en rapporteringsplikt der det foreligger «*mistanke om*» regelbrudd og uordentlig handelsførsel. Advokatforeningen er usikker på om dette er tilsiktet fra utvalgets side.

Advokatforeningen antar også at kravet om at operatøren skal bistå uten kostnad går ut over det som er en naturlig forståelse av direktivet.

Kredittilsynet er i det vesentlige enig med utvalgets vurderinger. Kommentarene er i det vesentlige de samme som til markedsovervåking for regulerte markeder, jf. kapittel 10, punkt 10.4 ovenfor.

Departementets vurdering

Utkast til verdipapirhandellov § 11-2 første ledd pålegger den som driver en MHF å etablere effektiv regelmessig overvåking av brukernes etterlevelse av fasilitetens egne regler, rettstridige handelsforhold og markedsmissbruksreglene i verdipapirhandelloven. Departementet foreslår en endring i forhold til utvalgets utkast, slik at MHFen også skal overvåke brukernes etterlevelse av lover og regler generelt. Det vises til lovforslaget § 11-2 første ledd.

Departementet foreslår videre at MHFen «umiddelbart» skal varsle Kredittilsynet ved mistanke om «vesentlige brudd på lover og regler, herunder reglene om markedsmissbruk i kapittel 3, fasilitetens egne regler og rettstridige handelsforhold» Det vises til lovforslaget § 11-2 annet ledd. Forslaget er i hovedsak i samsvar med utvalgets utkast. Det bemerkes at det ikke er alle bestemmelsene i lovens kapittel 3 som gjelder ved handel på en MHF, jf. lovforslaget § 3-1 fjerde ledd. Det vises til nærmere omtale i punkt 11.3.5.

Departementet er for øvrig enig med utvalget i at plikten til å varsle og bistå Kredittilsynet etter lovforslaget § 11-2 annet og tredje ledd, bør gjelde «ved mistanke om» vesentlige brudd på de bestemmelsene som angis. Det vises i den forbindelse til forslag til lov om regulerte markeder § 27, som er den tilsvarende bestemmelsen om markedsovervåking på regulerte markeder. Denne bestemmelsen er nærmere omtalt ovenfor under pkt. 10.4. Departementet slutter seg for øvrig til utvalgets utkast til § 11-2 tredje ledd.

Den foreslåtte forskriftshjemmelen i utkastet § 11-2 fjerde ledd foreslås inntatt i lovforslaget, jf. § 11-2 fjerde ledd.

11.3.3 Offentliggjøring av opplysninger om ordre og handler mv.

EØS-rett

Utvalget har redegjort for MiFIDs regler på dette punktet i NOU 2006: 3 pkt. 8.4.1.3 og 8.4.1.4:

«MiFID art. 29 inneholder bestemmelser om offentliggjøring av ordre mv. Tilsvarende

regler for regulerte markeder følger av art. 44. Etter art. 29 nr. 1 skal medlemsstatene i det minste kreve at verdipapirforetak og markedsoperatører som driver en MHF, offentliggjør gjeldende («current») kjøps- og salgsordre (pris og dybde/volum) som fremkommer av/bekjentgjøres på («are advertised») fasilitetens systemer, for så vidt gjelder aksjer som er notert på et regulert marked. Opplysningene om kjøps- og salgsordrene skal gjøres tilgjengelige for offentligheten på «reasonable commercial terms» og på en kontinuerlig basis under handelsdagen («normal trading hours»). Det kan etter art. 29 nr. 3 fastsettes nærmere regler om offentliggjøring av kjøps- og salgsordre.

Den kompetente myndigheten skal etter art. 29 nr. 2 på visse vilkår («based on the market model or the type and size of orders») gis kompetanse til å dispensere fra kravet om offentliggjøring av kjøps- og salgsordre. Det kan i følge art. 29 nr. 3 fastsettes nærmere regler om når slik dispensasjon kan gis:

«(b) the size or type of orders for which pre-trade disclosure may be waived under paragraph 2;

(c) the market model for which pre-trade disclosure may be waived under paragraph 2 and in particular, the applicability of the obligation to trading methods operated by an MTF which conclude transactions under their rules by reference to prices established outside the systems of the MTF or by periodic auction.»

Det er i art. 29 nr. 3 siste ledd forutsatt at nivå-2 reglene om dispensasjonsadgangen for offentliggjøring av store ordre mv., i utgangspunktet skal være de samme som for regulerte markeder etter art. 44. Det vises til omtalen i utredningen pkt. 7.5.

[...]

Direktivet art. 30 nr. 1 krever at medlemsstatene, i det minste, stiller som vilkår at verdipapirforetak og markedsoperatører som driver en MHF, offentliggjør priser, volum og tidspunkt for transaksjoner som gjennomføres i fasilitetens system, for så vidt gjelder aksjer som er notert på et regulert marked. Det skal videre stilles som vilkår at opplysningene gjøres offentlige på en «reasonable commercial basis», så nært som mulig til «real time», dvs. da transaksjonen fant sted. Kravet omfatter likevel ikke detaljer om handler på en MHF som offentliggjøres gjennom systemene til et regulert marked, jf. nr. 1 siste punktum.

På visse nærmere vilkår kan den kompetente myndigheten tillate utsatt offentliggjøring av transaksjonsdata, jf. art. 30 nr. 2 første punktum. Dette gjelder særlig for store transaksjoner (blokkhandler), jf. annet punktum:

«In particular, the competent authorities may authorise the deferred publication in respect of transactions that are large in scale compared with the normal market size for that share or that class of shares. Member States shall require MTFs to obtain the competent authority's prior approval to proposed arrangements for deferred trade-publication, and shall require that these arrangements be clearly disclosed to market participants and the investing public.»

Som det fremgår, må en MHF søke forhåndssamtykke fra den kompetente myndigheten for så vidt gjelder «proposed arrangements for deferred trade-publication», det vil si ordninger for utsatt offentliggjøring. Som utgangspunkt skal reglene om utsatt offentliggjøring være de samme for MHF som for regulerte markeder, jf. siste ledd og art. 45.

Det skal etter art. 30 nr. 3 fastsettes nærmere regler om offentliggjøring av opplysninger om handler:

«3...the Commission shall,...adopt implementing measures in respect of:

(a) the scope and content of the information to be made available to the public;

(b) the conditions under which investment firms or market operators operating an MTF may provide for deferred publication of trades and the criteria to be applied when deciding the transactions for which, due to their size or the type of share involved, deferred publication is allowed.

Except where justified by the specific nature of the MTF, the content of these implementing measures shall be equal to that of the implementing measures provided for in Article 45 for regulated markets.»

Det vises til omtalen i utredningen pkt. 7.5.»

Utvalgets forslag

Utvalgets utkast til ny verdipapirhandellov §§ 11-3 og 11-4 har til hensikt å gjennomføre MiFID artikkel 29 og 30, og tilsvarende i det vesentlige utkastet til lov om regulerte markeder §§ 2-25 og 2-26. Utvalget går, i samsvar med direktivets minimumsløsning, inn for at rapporteringskravene i utkastets §§ 11-3 og 11-4 kun gjelder for aksjer opptatt til handel på regulert marked. Det presiseres imidlertid at den som driver MHF kan velge å ha mer omfattende rapporteringsregler, og utvalget nevner som eksempel at det skal gis opplysninger om andre finansielle instrumenter enn aksjer. Utvalget har foreslått at departementet gis forskriftshjemmel for å unnta/utsette offentliggjøring på visse vilkår,

jf. henholdsvis ukastet § 11-3 tredje ledd og § 11-4 tredje og fjerde ledd.

Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet støtter innføringen av forskriftshjemmelen. Kravet til offentlig tilgjengelig informasjon i utkast til verdipapirhandellov § 11-1 første ledd nr. 4 kan, slik Kredittilsynet ser det, etter omstendighetene innebære at en MHF løpende må offentliggjøre handelsdata på MHFen. Kredittilsynet understreker at slik informasjon normalt ikke i seg selv vil være tilstrekkelig til å oppfylle informasjonskravet i verdipapirhandelloven § 11-1.

Ingen av de øvrige høringsinstansene har merknader til utvalgets forslag.

Departementets vurdering

I utkast til verdipapirhandellov § 11-3 første ledd har utvalget foreslått regler om offentliggjøring av opplysninger om ordre mv. på en multilateral handelsfasilitet. Den som driver en multilateral handelsfasilitet er etter første ledd forpliktet til å offentliggjøre pris, volum og tidspunkt for transaksjoner gjennomført i fasiliteten i aksjer opptatt til handel på regulert marked. Offentliggjøring må skje «på rimelige kommersielle vilkår» og offentliggjøres løpende i løpet av «handelsdagen». Departementet slutter seg til utkastet på dette punktet, jf. lovforslaget § 11-3 første ledd, men foreslår at fasiliteten skal offentliggjøre opplysningene på «alminnelige forretningsmessige vilkår». Tilsvarende formulering er brukt i forslaget til ny børslov §§ 28 og 29. Etter utkastet § 11-3 annet ledd kan Kredittilsynet frita den som driver multilateral handelfasilitet fra sine plikter etter første ledd. I forlengelsen av denne bestemmelsen foreslås en regel i tredje ledd som gir departementet en forskriftshjemmel til å fastsette nærmere regler. Utvalget spesifiserer dette nærmere til å omfatte opplysninger om andre finansielle instrumenter enn aksjer, samt nærmere regler om Kredittilsynets fritaksadgang etter annet ledd. Departementet slutter seg til utvalgets vurderinger og forslag på dette punktet. Det vises til lovforslaget § 11-3 annet og tredje ledd.

I utkast til verdipapirhandellov § 11-4 har utvalget foreslått en bestemmelse om plikt for MHF til å offentliggjøre opplysninger om gjennomførte handler. Utkastets første ledd pålegger MHFen en opplysningsplikt på samme vilkår som omtalt over i tilknytning til § 11-3. I annet ledd gjøres det unntak fra plikten etter første ledd i den grad opplysningene er gjort offentlig tilgjengelige på et regulert marked. Etter tredje ledd kan Kredittilsynet gi

den som driver MHF adgang til å «utsette» offentliggjøringen etter første ledd, og i fjerde ledd gis departementet hjemmel til å fastsette forskrift om regler om offentliggjøring av opplysninger om handler. Forskriftshjemmelen kan blant annet benyttes til å regulere opplysninger om andre finansielle instrumenter enn aksjer opptatt til handel på regulert marked og Kredittilsynets adgang til å gi fritak etter tredje ledd. Departementet slutter seg til utvalgets forslag og legger til grunn at bestemmelsen vil gjennomføre den tilsvarende bestemmelse i MiFID artikkel 29. Departementet har foreslått at «rimelige kommersielle vilkår», jf. omtalen ovenfor og henvisningen til tilsvarende bestemmelser i forslaget til ny børslov. Departementet viser til lovforslaget § 11-4.

11.3.4 Grenseoverskridende virksomhet

EØS-rett

MiFID artikkel 31 regulerer verdipapirforetaks rett til å tilby investeringstjenester direkte i hele EØS-området. Art. 31 nr. 5 og 6 gir særlige regler om MHF. Artikkel 31 nr. 5 pålegger medlemsstatene å tillate verdipapirforetak og markedsoperatører som driver MHF fra et annet EØS-land å legge til rette for egnede ordninger på vertslandets territorium, slik at det kan legges til rette for fjernbruk/fjernmedlemskap.

Etter artikkel 31 nr. 6 skal den som driver MHF gi sine hjemlands kompetente myndigheter beskjed om i hvilke andre medlemsland det har til hensikt å tilby fjernbruk/fjernmedlemskap. Hjemstatsmyndigheten har da en plikt til å formidle disse opplysningene til den kompetente myndigheten i vertsstaten innen én måned. Etter artikkel 31 annet ledd skal tilsynsmyndigheten i MHFens hjemland på anmodning meddele identiteten til fjernbrukerne av MHFen.

Uvalgets forslag

Utvalget behandler bestemmelsene i MiFID artikkel 31 nr. 5 og 6 nærmere i NOU 2006: 3 punkt 5.1.3.3. Etter utvalgets syn er det ikke nødvendig å gjennomføre artikkel 31 nr. 5 særskilt i norsk rett, da bestemmelsen er rettet mot medlemsstatene, og tar sikte på å forhindre at disse gir bestemmelser som begrenser en utenlandsk MHFs mulighet til å tilby tjenester i annen EØS-stat. Artikkel 31 nr. 6 foreslås derimot gjennomført ved at norske operatører av MHF som tilbyr fjernmedlemskap skal melde til Kredittilsynet hvilke andre medlemsstater det har til hensikt å drive slik virksomhet i. Kre-

dittilsynet skal videresende denne meldingen til vedkommende myndighet i vertsstaten, og videre på forespørsel fra vedkommende myndighet oversende opplysninger om etablerte MHF-medlemmer og MHF-deltakers identitet. Bestemmelsen foreslås tatt inn i utkastet § 9-18 fjerde ledd. En tilsvarende bestemmelse er foreslått inntatt i børsloven ny § 2-23 sjette ledd, men utvalget påpeker at så lenge driften av MHF er en investeringstjeneste, vil verdipapirforetaks rett til å yte tjenesten i andre EØS-land være videre enn regulerte markeds adgang til å drive tilsvarende virksomhet i andre EØS-land.

Høringsinstansenes merknader

Ingen høringsinstanser har hatt merknader til denne delen av utvalgets forslag.

Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets forslag, jf. lovforslaget § 9-23 fjerde ledd og forslag til ny lov om regulerte markeder § 26 sjette ledd.

11.3.5 Regler om markedsmissbruk på MHF

EØS-rett/norsk rett

Direktiv 2003/6/EF om markedsmissbruk er gjennomført i norsk rett i verdipapirhandelloven kapittel 2.

Utvalgets forslag

Utvalget drøfter i NOU 2006:3 punkt 8.4.3.5 hvorvidt det bør innføres andre og strengere atferds- og informasjonsregler for MHF og omsetningen av finansielle instrumenter der, enn det som følger av MiFID:

«Utvalget ser i utgangspunktet flere fordeler ved å forholde seg til direktivets minimumsløsning når det gjelder reguleringen for MHF. En slik tilnærming vil gi verdipapirforetak og regulerte markeder fleksibilitet slik at den enkelte fasilitets regler kan tilpasses instrumentene som omsettes og type aktør på markedsplassen. På denne bakgrunn foreslår utvalget at det ikke innføres regler om periodisk og løpende rapportering, prospekter, overtakelsestilbud mv. for finansielle instrumenter som omsettes på MHF.

Utvalget er av en annen oppfatning når det gjelder anvendelsen av lovens regler om markedsmissbruk, og da særlig det en kan kalle «kjernebestemmelsene» om markedsmissbruk, nemlig forbudet mot innsidehandel, herunder taushetsplikten og rådgivningsforbudet samt

forbudet mot markedsmanipulasjon. Disse reglene vil – for så vidt i likhet med de foran nevnte reglene om rapportering, prospekter, overtakelsestilbud mv. - uansett gjelde så fremt det aktuelle finansielle instrumentet er notert på et regulert marked i EØS, så den selvstendige betydning av å gi reglene anvendelse for MHF er begrenset til tilfelle hvor unoterte finansielle instrumenter omsettes der, jf. vphl. gjeldende § 2-1 første og tredje ledd. Det bemerkes at forbudet i vphl. § 2-9 om urimelige forretningsmetoder uansett vil gjelde for omsetning på MHF, jf. § 2-1 første ledd annet punktum, i tillegg til alminnelige avtalerettslige og strafferettslige regler.

Det kan etter utvalgets vurdering reises spørsmål om direktivet forutsetter at markedsmissbruksreglene i nasjonal rett skal gjelde for omsetningen på MHF, jf. art. 26. All den tid det i art. 26 (i motsetning til for eksempel 36 nr. 4) ikke er vist til direktiv 2003/6/EF om markedsmissbruk, antar utvalget at dette ikke er tilfelle. Det kan imidlertid synes som at MiFID art. 26 forutsetter at det skal finnes regler om markedsmissbruk på MHF. Forretningsvilkårene til MHF vil imidlertid som hovedregel ikke binde investorer som handler via mellommenn på fasiliteten.

Det må på generelt grunnlag antas at lovfestede regler om markedsmissbruk vil ha en større preventiv effekt enn privatrettslige forretningsvilkår. I tillegg vil håndhevingen av regelverket kunne bli mer effektiv, blant annet ved at Kredittilsynet vil ha en annen og mer direkte rolle (MiFID forutsetter imidlertid at tilsynsmyndigheten uansett skal varsles ved mistanker om markedsmissbruk, også der reglene er privatrettslige, jf. art. 26 nr. 2). Et annet argument som taler i retning av å gi nevnte atferdsbestemmelser anvendelse på MHF, er etter utvalgets vurdering at MHF vil være en markeds plass med krav til gjennomlysning, organisering mv. som springer ut av bestemmelser gitt i eller i medhold av lov. Dette medfører at det blant investorer vil kunne danne seg forventning om et «sikkerhetsnett» i form av visse grunnleggende og lovfestede atferdsregler. Utvalget har fått opplyst at enkelte av de andre nordiske landene vil gi markedsmissbruksreglene anvendelse på MHF.

Etter en totalvurdering har utvalget funnet det riktig å foreslå at «kjernebestemmelsene» i verdipapirhandellovens generelle atferdskapittel gis anvendelse for handler på MHF. Konkret foreslår utvalget et fjerde ledd i ny § 3-1 (dagens § 2-1) som fastslår dette.»

Høringsinstansenes merknader

NHO støtter at reglene om markedsmisbruk og innsidehandel også skal gjelde for finansielle instrumenter som skal omsettes på en MHF. Disse reglene dreier seg om handel og manipulasjon av handel, og er derfor ikke knyttet til utstederens ressurser.

ØKOKRIM støtter også utvalgets forslag om at «kjernebestemmelsene» vedrørende markedsmisbruk bør gjelde for handel på MHF.

Ingen av de øvrige høringsinstansene har merknader til utvalgets forslag.

Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets vurderinger og forslag på dette punktet. Departementet foreslår å videreføre utkastet § 3-1 fjerde ledd i lovforslaget.

11.3.6 Sentral motpart, oppgjør mv. i forbindelse med MHF

EØS-rett

MiFID artikkel 35 har nærmere regler om sentral motpart og oppgjør mv. for multilaterale handelsfasiliteter. Bestemmelsen er nærmere omtalt av utvalget i NOU 2006: 3 pkt. 8.4.1.6:

«Etter direktivet art. 35 nr. 1 kan en medlemsstat ikke hindre et verdipapirforetak eller en markedsoperatør som driver en MHF, å inngå «appropriate arrangements» med en sentral motpart eller et clearing- og oppgjørssystem («clearing house and a settlement system») i en annen medlemsstat, forutsatt at disse «arrangements» har til hensikt å sørge for clearing og/eller oppgjør av enkelte eller alle transaksjonene som er gjennomført av deltagerne i fasilitetens systemer. I følge art. 35 nr. 2 kan en kompetent myndighet motsette seg en slik clearing/oppgjørssystem, forutsatt at det er «demonstrably necessary» med tanke på å opprettholde «the orderly functioning» av fasiliteten, sett hen til reguleringen for oppgjørssystemer i art. 34 nr. 2. Følgende er presisert med hensyn til slike situasjoner, jf. annet ledd i nr. 2:

«In order to avoid undue duplication of control, the competent authority shall take into account the oversight/supervision of the clearing and settlement system already exercised by the

national central banks as overseers of clearing and settlement systems or by other supervisory authorities with a competence in such systems.»

Den kompetente myndigheten skal, som det fremgår, ta hensyn til sentralbankenes tilsyn med clearing- og oppgjørssystemene, eventuelt andre tilsynsmyndigheter som har en rolle i denne forbindelse.»

Utvalgets forslag

Utvalget omtaler direktivbestemmelsen under punkt 5.3.3, og viser til at norsk rett ikke inneholder regulering av tilgang til clearing- og oppgjørssystemer for en MHF. Etter artikkel 35 nr. 1 skal en MHF ha adgang til å inngå avtale med en oppgjørssentral i et annet EØS-land. Utvalget kan ikke se at adgangen til avtaler med oppgjørssentral i annet EØS-land bør begrenses, og foreslår derfor ingen lovbestemmelser om dette nå. Utvalget antar imidlertid at et slikt behov for nærmere regulering av norske verdipapirforetaks eller regulerte markeds adgang til utenlandske oppgjør- og clearingssystemer kan oppstå, og foreslår derfor en forskriftshjemmel for nærmere regler om dette. Slike forskriftsbestemmelser må etter utvalgets vurdering ligge innenfor rammen av artikkel 35 nr. 2, som forutsetter at begrensninger er begrunnet i «demonstrably necessary in order to maintain the orderly functioning of that MTF». Det vises til utkast til ny verdipapirhandellov § 13-6 annet ledd.

Høringsinstansenes merknader

Ingen høringsinstanser har merknader til utvalgets forslag.

Departementets vurdering

Departementet er enig med utvalget i at det ikke synes å foreligge grunner til å begrense retten for norske multilaterale handelsfasiliteter til å inngå avtale med clearing- og oppgjørssystemer med hovedsete i andre EØS-land, og at det ikke er nødvendig med særskilt lovregulering av dette. Departementet støtter imidlertid utvalgets forslag om en forskriftshjemmel i tilfelle et reguleringsbehov skulle oppstå. Det vises til lovforslaget § 13-6 annet ledd.

12 Tilsyn, sanksjoner og prosessuelle forhold

12.1 Generelt

I utredningen punkt 9.1 skriver utvalget følgende:

«MiFID gjelder etter art. 1 nr. 1 for verdipapirforetak og regulerte markeder. Direktivet inneholder i del IV generelle regler om tilsyn, sanksjoner og prosessuelle forhold. I del IV kapittel 1 har direktivet bestemmelser om utpeking av tilsynsmyndighet («competent authority») og dennes kompetanse, klageadgang, utenomrettslige erstatningsordninger for investorer, taushetsplikt og rapporteringsplikt for revisorer. Kapittel 2 har regler om samarbeid mellom tilsynsmyndigheter i ulike medlemsstater, herunder utveksling av informasjon. Kapittel 3 oppstiller regler for samarbeid med tredjelands myndigheter.

I tillegg inneholder direktivet enkelte andre bestemmelser som regulerer tilsynsmyndighetens virksomhet. Det vises til art. 16 og 17 med særlige bestemmelser om kontroll med at verdipapirforetakene oppfyller de organisatoriske og operasjonelle kravene. Videre har art. 10 nr. 6 bestemmelser om tiltak og sanksjoner, og art. 8 regulerer tilbakekall av tillatelse. Det vises også til art. 36 nr. 3 første ledd hvorefter det skal fastsettes regler som sikrer at en markedsoperatør er ansvarlig for at sitt/sine regulerte marked/er etterlever sine forpliktelser. Rettighetene som tilkommer operatøren skal videre kunne utøves av denne, jf. annet ledd.

Kommisjonen skal fastsette utfyllende regelverk knyttet til art. 56 nr. 2 om samarbeid mellom staters tilsynsmyndigheter.

Etter gjeldende rett gir kredittilsynsloven generelle kompetanseregler for Kredittilsynets virksomhet. Når Kredittilsynet utøver tilsyn med verdipapirhandelen og aktørene i markedet, suppleres disse regler av bestemmelser i vphl. De alminnelige kompetansereglene i kredittilsynsloven faller utenfor utvalgets mandat. Utvalget vil likevel se hen til disse bestemmelsene ved vurderingen av om MiFIDs krav er oppfylt i norsk rett.

MiFID del IV regulerer som nevnt tilsynet med verdipapirforetak og regulerte markeder. I det følgende vil hovedfokus være på tilsynet med verdipapirforetak. Tilsynet med regulerte markeder omtales særskilt enkelte steder, jf. for eksempel pkt. 9.7.1.2. Sett hen til utvalgets

forslag til lovstruktur, jf. utredningen kapittel 1 og 6, foreslås at bestemmelsene om tilsyn med verdipapirforetak og regulert marked inntas i henholdsvis verdipapirhandelloven og børsloven.

En rekke av bestemmelsene i direktivets del IV retter seg mot medlemsstatene. For eksempel omhandler art. 56 flg. regler om tilsynssamarbeid, utveksling av informasjon mellom tilsynsmyndigheter mv. Denne reguleringen gir som utgangspunkt ikke borgerne noen rettigheter. Etter EØS-avtalen vil Norge være folkerettslig forpliktet til å etterleve disse bestemmelsene. Det er derimot ikke nødvendig å gjennomføre disse bestemmelsene særskilt i norsk lov, jf. omtalen av de enkelte artiklene nedenfor og pkt. 9.9 særskilt.»

Departementet har ingen merknader til utvalgets fremstilling på dette punkt.

12.2 Utpeking av kompetent myndighet

12.2.1 Gjeldende rett

Utvalget har redegjort for gjeldende rett i utredningen punkt 9.2.1.2:

«Det overordnede tilsyn med handelen i finansielle instrumenter og overholdelsen av lovgivningen om verdipapirhandelen forestås av Finansdepartementet, jf. vphl. § 12-1 første ledd. Det følger av vphl. § 12-1 annet ledd at Kredittilsynet skal føre tilsyn med verdipapirforetaks og oppgjørssentralers virksomhet, samt med overholdelse av verdipapirhandellovens bestemmelser.

Kredittilsynet fører tilsyn med regulerte markeder og verdipapirforetak etter kredittilsynsloven § 2 første ledd, jf. § 1 nr. 10 og nr. 14, samt børsloven § 8-1 og vphl. § 12-1 annet ledd.

Etter børsloven § 5-11 skal børsen overvåke handelen og kursnoteringene og sørge for at dette skjer i overensstemmelse med lov og forskrifter samt børsens regler og forretningsvilkår. Departementet kan gi nærmere regler om markedsovervåkingen og om børsens medvirkning i myndighetenes tilsyn med verdipapirhandelen, jf. utredningen kapittel 6.»

Departementet har ingen merknader til utvalgets fremstilling av gjeldende rett.

12.2.2 EØS-rett

I utredningen punkt 9.2.1.1 har utvalget gjort rede for direktivets bestemmelser om utpeking av kompetent myndighet:

«Art. 48 nr. 1 og nr. 2 stiller krav til at myndighetene utpeker én eller flere offentlige myndigheter til å utføre oppgavene som etter direktivets bestemmelser tilligger «the competent authorities». Medlemsstatene skal informere andre medlemsstater og EU-kommisjonen om identiteten til den eller de kompetente myndighetene. Art. 49 har bestemmelser om samarbeid for tilfeller der den enkelte medlemsstat har utpekt flere kompetente myndigheter.»

12.2.3 Utvalgets forslag

Utvalgets vurdering fremgår av utredningen punkt 9.2.1.3:

«Etter utvalgets vurdering er det hensiktsmessig at det overordnede tilsynet med handelen i finansielle instrumenter og overholdelse av lovgivningen om verdipapirhandel tilligger Finansdepartementet. Videre bør tilsynet med verdipapirforetak og regulerte markeders virksomhet, samt overholdelse av verdipapirhandelloven, ligge hos Kredittilsynet også i fremtiden. Det er etter utvalgets vurdering ikke aktuelt å opprette flere tilsynsmyndigheter i Norge. Det vises til lovutkastet § 15-1.»

12.2.4 Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet slutter seg til utvalgets vurdering om at det ikke er behov for å opprette flere tilsynsmyndigheter i Norge. Kredittilsynet skriver videre:

«Utk. § 15-1 er i det vesentligste en videreføring av gjeldende vphl. § 12-1. Til utk. § 15-1(3) 1. pkt. om Kredittilsynets kontroll med utsteders finansielle rapportering, skal likevel bemerkes at presiseringen om «i en annen EØS-stat» er utelatt sammenholdt med gjeldende vphl. § 12-1(3) 1. pkt. Forholdet er nærmere kommentert i Kredittilsynets høringsuttalelse knyttet til Transparency-direktivet, og avsnittet om «Hjemmelen for kontroll av finansiell rapportering».

I Kredittilsynets høringsuttalelse knyttet til transparency-direktivet fremgår:

«I forslaget til ny § 15-1 tredje ledd bør «i EØS» fremkomme etter «regulert marked». Avslutningen på første punktum i tredje ledd vil med dette lyde: «...omsettelige verdipapirer som er eller søkes notert på regulert marked i EØS».

Presiseringen er hensiktsmessig ettersom «regulert marked» erstatter «børser, autorisert markeds plass eller regulert marked i en annen EØS-stat» i vphl. dagens § 12-1 tredje ledd.»

Videre skriver Kredittilsynet i sin høringsuttalelse til MiFID:

«Når det gjelder hvilke geografiske markeder begrepet «regulert marked» refererer seg til, bemerkes det at lovutkastet på enkelte punkter eksplisitt gir anvisning på «norsk regulert marked» mens det andre steder kun står «regulert marked», jf utk. § 5-4(2) 2. pkt. nr. 2 contra samme bestemmelses 3. pkt. Kredittilsynet mener loven så langt som mulig bør ha en enhetlig begrepsbruk knyttet til hvilke geografiske markeder som omfattes av begrepet «regulert marked», og at det må tas stilling til i hvilke tilfeller det er behov for å presisere at også regulerte markeder i andre EØS-stater er omfattet.

I utk. § 15-1 (3) 4. pkt. fremgår det at myndighet kan delegeres til *regulert marked*. Kredittilsynet antar at det her fortrinnsvis menes *regulert marked med konsesjon som børs*, jf. også merknadene til bestemmelsen på s. 255 i utredningen, og dette bør fremgå uttrykkelig av bestemmelsen selv om børs også er omfattet av begrepet regulert marked.»

Ingen av de øvrige høringsinstansene har merknader til utvalgets forslag.

12.2.5 Departementets vurdering

Departementet slutter seg i hovedsak til utvalgets vurdering og foreslår ikke endringer i gjeldende ordning når det gjelder kompetente myndigheter. Det er etter departementets syn ikke grunn til å gjøre endringer i dagens system, der departementet har det overordnede tilsyn med handelen i finansielle instrumenter og med overholdelsen av verdipapirlovgivningen, mens Kredittilsynet har tilsyn med verdipapirforetaks og regulerte markeders virksomhet og overholdelsen av lovgivning. Det vises til gjeldende vphl. § 12-1 som med mindre endringer (jf. nedenfor) foreslås videreført i ny vphl. § 15-1, samt til gjeldende børslov § 8-1, jf. ny lov om regulerte markeder § 44 (jf. utvalgets utkast § 4-1).

Departementet foreslår en presisering i forslaget til ny vphl. § 15-1 tredje ledd første punktum i forhold til utvalgets utkast, i samsvar med Kredittilsynets høringsuttalelse. Departementet foreslår etter dette at «i EØS» tilføyes etter «regulert marked» i ny vphl. 15-1 tredje ledd første punktum. Ny vphl. § 15-1 er i det vesentligste en videreføring av

gjeldende vphl § 12-1, og «regulert marked i EØS» i den nye bestemmelsen skal erstatte «børser, autorisert markedsplass eller regulert marked i en annen EØS-stat» i gjeldende vphl. § 12-1 tredje ledd. Tilføysen av «i EØS» i forhold til utvalgets utkast er kun ment å være en presisering av at det geografiske virkeområdet for bestemmelsen ikke endres ved den nye loven, og er ikke ment å innebære noen realitetsendring sammenlignet med gjeldende rett.

Kredittilsynet har i sin høringsuttalelse påpekt at utvalget antakelig har ment at det i utvalgets forslag til ny § 15-1 tredje ledd fjerde punktum (skal vel være tredje punktum) om adgang til delegasjon til regulert marked, skal gjelde regulerte markeder med konsesjon som børs. Departementet er enig med Kredittilsynet at dette antas å ha vært utvalgets mening, jf. utvalgets særmerknader til ny § 15-1 tredje ledd i utredningen s. 255. Departementet mener det likevel er hensiktsmessig at det ikke foretas en slik innskrenkning i loven av hensyn til fremtid mulig markedsstruktur. Etter departementets syn er det hensiktsmessig å holde muligheten for delegasjon av visse oppgaver knyttet til finansiell rapportering mv. åpen også overfor regulerte markeder uten konsesjon som børs. For ordens skyld presiserer departementet at delegasjonsbestemmelsen i § 15-1 tredje ledd tredje punktum, som er en videreføring av gjeldende vphl. § 12-1 tredje ledd tredje punktum, gjelder delegasjon knyttet til finansiell rapportering mv. og ikke alminnelig «tilsynsdelegasjon».

12.3 Delegering av myndighet

12.3.1 Gjeldende rett

Utvalgets redegjørelse for gjeldende rett fremgår av utredningen punkt 9.2.2.2 første avsnitt:

«Kredittilsynet fører tilsyn med verdipapirhandellovgivningen. Enkelte tilsynsoppgaver har tradisjonelt blitt utført av Oslo Børs. Typisk har kontrollen med utsteders løpende informasjonsplikt og prospekter vært forestått av børsen. På bakgrunn av blant annet gjennomføring av flere EU-direktiver har det overordnede tilsynsansvaret på disse områdene blitt lagt til Kredittilsynet, jf. Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) og Ot.prp. nr. 69 (2004-2005) om henholdsvis markedsmisbruksdirektivet og prospektdirektivet. Etter endringer i vphl. § 12-1 har kontrollen med utsteders finansielle rapportering blitt overført fra Oslo Børs til Kredittilsynet. Visse tilsynsoppgaver ligger fortsatt hos børsen, for eksempel markedsobservasjon og overtakelses-

tilbud, jf. børsloven § 5-11 og vphl. kapittel 4. Norge har på verdipapiriområdet ingen tradisjon for delegering av tilsynsoppgaver utover det foran nevnte.»

12.3.2 EØS-rett

Utvalget har redegjort for direktivets bestemmelser i utredningen punkt 9.2.2.1:

«Art. 5 nr. 5, 16 nr. 3, 17 nr. 2 og 23 nr. 4 åpner for delegering av tilsynet med verdipapirforetak som kun tilbyr tjenesten rådgivning, eller tilsynsoppgaver knyttet til tilknyttede agenter. De nevnte bestemmelser oppstiller nærmere grenser for delegasjonsadgangen. Art. 48 nr. 2 annet ledd oppstiller prosedyrekraav og grenser for delegasjonsadgangen generelt. Det nevnes uttrykkelig i art. 48 nr. 2 at delegeringen ikke kan omfatte utøvelsen av offentlig eller diskresjonær myndighet. Kompetent myndighet skal videre på forhånd treffe alle rimelige forholdsregler for å sikre at enheten har kapasitet og ressurser til effektivt å utføre oppgavene. Det må etableres et klart definert og dokumentert rammeverk som beskriver hvilke oppgaver og under hvilke betingelser disse skal utføres. Betingelsene skal minst inneholde en klausul om at enheten skal opptre og være organisert på en måte som forhindrer interessekonflikter og at informasjonen som mottas under utføringen av oppgavene ikke blir benyttet på en urettmessig måte eller for å forhindre konkurransen. Det endelige ansvaret for utføring av oppgavene må påhvile den utpekte kompetente myndigheten. Kompetente myndigheter i andre land samt Kommisjonen skal informeres om slik delegasjon og Kommisjonen skal årlig publisere liste over ulike myndigheter.

ISD art. 22 nr. 2 åpner for at kompetent authority, i tillegg til offentlige myndigheter, kan være organer anerkjent etter nasjonal lovgivning eller anerkjent av offentlige myndigheter som er uttrykkelig bemyndiget til dette etter nasjonal lovgivning. Adgangen er ikke benyttet i Norge i dag.»

12.3.3 Utvalgets forslag

Utvalgets forslag fremgår av utredningen punkt 9.2.2.2 annet avsnitt:

«Etter utvalgets oppfatning er det ikke behov for å benytte adgangen i direktivet til å delegere tilsynsoppgaver. Utvalget presiserer at art. 23 nr. 4 om tilsyn med verdipapirforetaks tilknyttede agenter ikke forutsetter noen delegasjon, jf. utredningen kapittel 4.»

12.3.4 Høringsinstansenes merknader

ØKOKRIM er enig i utvalgets synspunkter, og presiserer at de anser det som svært viktig at børsen beholder sin kompetanse og sitt ansvarsområde etter børsloven § 5-11. Videre mener ØKOKRIM at det bør vurderes delegasjon av oppgaver til børsen hva gjelder blant annet flaggeplikt.

Ingen av de øvrige høringsinstanser har merknader til utvalgets forslag.

12.3.5 Departementets vurdering

Som det fremgår ovenfor under fremstillingen av gjeldende rett, åpner enkelte artikler i direktivet for delegering av tilsyn med verdipapirforetak som kun tilbyr tjenesten rådgivning, samt tilsynsoppgaver vedrørende tilknyttede agenter.

Departementet viser til utvalgets presisering ovenfor om at direktivet art. 23 nr. 4 om tilsyn med verdipapirforetaks tilknyttede agenter ikke krever noen delegasjon, jf. utredningen kap. 4. Direktivet gir således valgfrihet på dette punkt. Departementet finner, i likhet med utvalget, ikke grunn til å benytte direktivets adgang til delegering av tilsyn med verdipapirforetak som kun tilbyr tjenesten rådgivning eller tilsynsoppgaver vedrørende tilknyttede agenter.

12.4 Tilsynsmyndighetens kompetanse

12.4.1 Gjeldende rett

Utvalget har gjort rede for gjeldende norsk rett i utredningen punkt 9.3.2:

«Etter vphl. § 12-2 første ledd plikter verdipapirforetak å gi Kredittilsynet de opplysninger som måtte bli krevd om forhold som angår dets forretning og virksomhet. Foretaket plikter å fremvise og i tilfelle utlevere til kontroll oppgaver og lydopptak i henhold til vphl. § 9-7 og øvrige dokumenter som angår virksomheten. Etter børsloven § 8-2 første ledd plikter børs, autorisert markeds plass og selskap i samme konsern som slike å gi de opplysninger som Kredittilsynet krever om forhold som angår foretakets virksomhet, samt til å fremvise og utlevere til Kredittilsynet dokumentasjon som angår virksomheten.

Kredittilsynsloven § 3 annet ledd, jf. § 1 nr. 10 og nr. 14, har bestemmelser om opplysningsplikt for verdipapirforetak, børser og autoriserte markeds plasser. Dersom opplysningsplikten som er pålagt institusjonene etter denne bestemmelsen ikke er overholdt, kan opplysningsplikten pålegges den enkelte tillits- og tje-

nestemann i verdipapirforetak, børs eller autorisert markeds plass. Etter kredittilsynsloven § 4 nr. 3 kan Kredittilsynet pålegge verdipapirforetak og regulerte markeder å sende inn oppgaver og opplysninger på den måten Kredittilsynet bestemmer, og som tilsynet mener det trenger for å kunne utføre sitt verv, herunder til statistiske formål.

Et foretak plikter å gi Kredittilsynet de opplysninger som Kredittilsynet anser nødvendige for å avgjøre om det har skjedd overtredelse av bestemmelser gitt i eller i medhold av verdipapirhandelloven vedrørende finansielle instrumenter som er utstedt av foretaket, jf. vphl. § 12-2 femte ledd.

Etter børsloven § 8-2 tredje ledd skal utsteder av finansielle instrumenter som er børsnotert eller opptatt til handel på en autorisert markeds plass, gi Kredittilsynet de opplysninger som Kredittilsynet anser nødvendige for å avgjøre om det har skjedd overtredelse av bestemmelser gitt i eller i medhold av børsloven vedrørende de finansielle instrumentene. Børsmedlemmer samt tillitsvalgte og ansatte hos børsmedlem plikter å gi Kredittilsynet de opplysninger som Kredittilsynet anser nødvendige for å avgjøre om det har skjedd overtredelse av bestemmelser gitt i eller i medhold av børsloven vedrørende medlemskapet eller deltagelsen i handel på børs eller autorisert markeds plass.

Etter kredittilsynsloven § 3 tredje ledd siste punktum kan revisor pålegges å gi opplysninger som fremgår at årsregnskapet, regnskaps skjemaet, følgeskriv A til lønns- og trekkoppgaver, revisjonsprotokoll og revisjonsberetning. Etter kredittilsynsloven § 3a har revisor som reviderer årsregnskapet i verdipapirforetak og regulerte markeder plikt til straks å rapportere til Kredittilsynet ethvert forhold vedrørende virksomheten som denne får kjennskap til under utøvelsen av revisjonsvirksomhet som kan:

1. innebære en overtredelse av bestemmelser som regulerer institusjonens virksomhet, dersom overtredelsen kan medføre tilbakekall av institusjonens tillatelse til å drive virksomhet,
2. skade den fortsatte drift av institusjonen, eller
3. medføre at regnskapene ikke godkjennes eller at det tas forbehold.

Rapporteringsplikten etter første ledd gjelder tilsvarende for forhold som revisor får kjennskap til under utøvelse av sin revisjonsvirksomhet for foretak som institusjonen har nære forbindelser med.»

Kredittilsynsloven § 3a regulerer nærmere hva som menes med «nære forbindelser». Etter § 3a siste ledd vil forhold som revisor rapporterer i aktsom god tro til Kredittilsynet ikke anses som brudd på taushetsplikten etter lov, forskrift eller avtale, og ikke medføre ansvar.

Kredittilsynet har gjennom vphl. § 12-4 kompetanse til å gi verdipapirforetak pålegg om retting dersom foretaket opptrer i strid med lov eller forskrift gitt med hjemmel i lov. Pålegg om retting kan også gis dersom verdipapirforetak opptrer i strid med interne retningslinjer og instruksjoner som nevnt i vphl. § 9-1. Tilsvarende gjelder dersom verdipapirforetakets ledelse eller styre ikke oppfyller kravene til hederlig vandel og erfaring. Kredittilsynet har tilsvarende påleggskompetanse overfor regulerte markeder, jf. børsloven § 8-4.

Etter kredittilsynsloven § 4 kan Kredittilsynet pålegge foretakene å innrette internkontroll, revisjon, årsregnskap og registrering av regnskapsopplysninger på bestemt måte, å ha en høyere ansvarlig kapital enn de lovbestemte minstekrav eller å rette på forholdet dersom en institusjons organer ikke har overholdt sine plikter i henhold til bestemmelser gitt i eller i medhold av lov, eller handlet i strid med konsesjonsvilkår. Det samme gjelder dersom institusjonens organer ikke har overholdt vedtekter eller interne retningslinjer fastsatt etter bestemmelser gitt i eller i medhold av lov.

Etter kredittilsynsloven § 2 femte ledd kan Kredittilsynet engasjere statsautoriserte og registrerte revisorer og personer med annen sakkyndighet til å utføre oppdrag innenfor tilsynets arbeidsområde.

Etter kredittilsynsloven § 6 første ledd kan overtredelse av bestemmelser som gjelder for institusjoner Kredittilsynet har tilsyn med, meldes til påtalemyndigheten eller til vedkommende offentlige myndighet som saken særskilt hører under.

I vphl. § 12-2a er det gitt regler om opplysningsplikt ved mistanke om innsidehandel mv. Vphl. § 12-2 b første ledd gir Kredittilsynet rett til å foreta en rekke nærmere bestemte tiltak for å sikre bevis, jf. første ledd nummer 1 til 4. Vphl. 12-2a og § 12-2b gjennomfører deler av markedsmissbruksdirektivet art. 12, og er nærmere omtalt i Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) pkt. 17.2.2.»

I tillegg kan nevnes at Kredittilsynet i medhold av kredittilsynsloven § 5 annet ledd kan kreve bevisopptak ved domstolene etter domstolloven § 44. Plikten til å la seg avhøre ved domstolene etter kredittilsynsloven § 5 er uavhengig av om vedkommende har en direkte opplysningsplikt overfor Kredittilsynet, jf. Rt. 1990 side 1186.

For øvrig har departementet ingen merknader til utvalgets fremstilling av gjeldende rett.

12.4.2 EØS-rett

Utvalget har redegjort for direktivets bestemmelser om dette i utredningen punkt 9.3.1:

«Etter art. 50 skal den kompetente myndigheten gis den myndighet som er nødvendig for å utføre oppgavene som følger av direktivet. Når det gjelder den nærmere utøvelsen av tilsynsorganets kompetanse heter det i art. 50 nr. 1:

«Within the limits provided for in their national legal frameworks they shall exercise such powers:

- a) directly; or
- b) in collaboration with other authorities; or
- c) under their responsibility by delegation to entities to which tasks have been delegated according to Article 48(2); or
- d) by application to the competent judicial authorities.»

Det er derved lagt opp til at tilsynsorganet på visse vilkår kan velge formen for utøvelse av tilsynsvirksomheten. At tilsynsorganets kompetanse er betinget av at en «judicial authority» treffer en avgjørelse, vil kunne være aktuelt i bevissikringsøyemed, jf. tilsvarende i Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) om gjennomføringen av markedsmissbruksdirektivet pkt. 17.2.2.

Art. 50 nr. 2 lister opp minimumsbeføyelsene tilsynsorganet skal ha:

- «a) have access to any document in any form whatsoever and to receive a copy of it;
- b) demand information from any person and if necessary to summon and question a person with a view to obtaining information;
- c) carry out on-site inspections;
- d) require existing telephone and existing data traffic records;
- e) require the cessation of any practice that is contrary to the provisions adopted in the implementation of this Directive;
- f) request the freezing and/or the sequestration of assets;
- g) request temporary prohibition of professional activity;
- h) require authorised investment firms and regulated markets' auditors to provide information;
- i) adopt any type of measure to ensure that investment firms and regulated markets continue to comply with legal requirements;
- j) require the suspension of trading in a financial instrument;
- k) require the removal of a financial instrument from trading, whether on a regulated

market or under other trading arrangements;

- l) refer matters for criminal prosecution;
- m) allow auditors or experts to carry out verifications or investigations.»

Bestemmelsen er ny i forhold til ISD, som kun oppstiller et generelt krav til at tilsynsmyndigheten skal ha «powers necessary for the performance of their functions», jf. ISD art. 22 nr. 3. Det fremgår av MiFIDs fortale pkt. 60 at det er nødvendig å gjøre tilsynsmyndigheters kompetanse mer likeartet for å sikre lik håndhevelse av direktivets bestemmelser i EØS-området. Direktivteksten tar likevel forbehold for at utøvelsen av kompetansen skal skje innenfor nasjonale rettslige rammer, jf. art. 50 nr. 1.»

12.4.3 Utvalgets forslag – generelt

I utredningen punkt 9.3.3.1 skriver utvalget følgende:

«Formålet med myndighetenes tilsyn med verdipapirforetak og regulerte markeder er å sikre at deres virksomhet utøves i samsvar med lovgivningen. For å kunne løse sine oppgaver på en tilfredsstillende måte, er Kredittilsynet avhengig av effektive håndhevelsesmidler som gir god saksopplysning i tilstrekkelig tempo. Det er imidlertid viktig at håndhevelsesmidlene ikke går lenger enn behovet tilsier og at reglene ivaretar hensynet til rettssikkerhet.

Etter art. 50 nr. 1 skal tilsynsmyndighetens utøvelse av kompetanse skje innenfor nasjonale rettslige rammer. Bestemmelsen oppstiller alternativer for hvordan myndighetenes kompetanse skal kunne utøves, herunder hvilke direkte håndhevelsesmidler tilsynsmyndighetene skal ha. Utvalget legger til grunn at direktivet gir betydelig frihet med hensyn til hvordan kompetansen skal fastsettes.

Utvalget legger til grunn at store deler av dagens tilsynslovgivning på dette området kan videreføres. Videre bemerker utvalget at markedsmissbruksdirektivet (direktiv 2003/6/EF) art. 12 inneholder en tilsvarende bestemmelse som MiFID art. 50 for så vidt gjelder krav til tilsynsmyndighetens kompetanse. Det kan være grunn til å se hen til hvordan disse bestemmelsene er gjennomført i vphl. kapittel 12 når Kredittilsynets kompetanse i forbindelse med tilsynsoppgaver etter MiFID skal fastsettes. Det er imidlertid viktig å ta hensyn til forskjellene i regelsettenes anvendelsesområde. Mens markedsmissbruksregelverket retter seg mot enhver, er det verdipapirforetak og regulerte markedene som er pliktsubjekter etter MiFID. Dette kan tilsi ulike løsninger ved fastsettelsen

av Kredittilsynets kompetanse, særlig når det gjelder Kredittilsynets myndighet overfor andre enn institusjonene under tilsyn og deres ansatte. Utvalget viser til at flere av kompetansekravene i art. 50 nr. 2 medfører relativt sterke inngrep i borgernes rettsfære. Utvalget viser videre til at behovet for sterke håndhevelsesmidler for Kredittilsynet under markedsmissbruksregelverket dels er begrunnet i at forholdene tidvis er meget vanskelig å dokumentere og at rask sikring av bevis er nødvendig for effektiv håndheving. Behovet for sterke håndhevelsesmidler er formentlig noe mindre overfor institusjoner under tilsyn. Utvalget antar at institusjoner under tilsyn etter omstendighetene vil strekke seg lenger for å bidra til opplysning av en sak enn en tilfeldig investor slik at dette behovet ikke nødvendigvis er like stort ved Kredittilsynets tilsyn med institusjonene.»

12.4.4 Opplysningsplikt

Utvalgets forslag

Utvalgets forslag fremgår av utredningen punkt 9.3.3.2:

«MiFID har i art. 50 nr. 2 bokstav a) og b) regler om henholdsvis plikt til å utlevere dokumenter og forklaringsplikt, herunder innkalling til avhør («summon and question»). I art. 50 nr. 2 bokstav a) begrenses ikke opplysningsplikten til verdipapirforetak og regulerte markeder slik norsk rett gjør. MiFIDs anvendelsesområde er imidlertid begrenset til verdipapirforetak og regulerte markeder, jf. art. 1 nr. 1. Utvalget legger til grunn at art. 50 nr. 2 bokstav a) dermed ikke oppstiller krav til at tilsynsmyndigheten skal ha tilgang til ethvert dokument som oppbevares av andre enn verdipapirforetak og regulerte markeder.

Kredittilsynet har etter kredittilsynsloven § 4a anledning til å kreve opplysninger fra enhver som antas å drive investeringstjenester eller virksomhet som regulert marked uten tillatelse. Det vil i medhold av bestemmelsen kunne kreves opplysninger av for eksempel personer som formidler ordre om verdipapirer og andeler i verdipapirfond til verdipapirforetak med tillatelse. Når det gjelder tilknyttede agenter etter direktivet art. 23 legges det til grunn at disse bør være underlagt samme opplysningsplikt som et verdipapirforetaks ansatte. Det antas nødvendig å presisere dette i lovteksten i en viss grad, jf. lovutkastet § 15-2 første ledd nytt annet punktum og omtalen nedenfor.

Art. 50 nr. 2 bokstav b) sier uttrykkelig at kompetansen skal omfatte adgang til å begjære opplysninger fra, herunder innkalle og avhøre, enhver. Etter sin ordlyd stiller direktivet her

krav til at tilsynsorganet skal kunne kreve opplysninger direkte fra, enhver, dersom det er nødvendig ut fra tilsynsorganets oppgaver etter direktivet. Tilsvarende bestemmelse i markedsmissbruksdirektivet er gjennomført i vphl. § 12-2a som gir Kredittilsynet adgang til å pålegge enhver å gi opplysninger. Utvalget viser til at markedsmissbruksbestemmelsene retter seg mot enhver og at det derfor er naturlig at også enhver kan pålegges opplysningsplikt ved mistanke om brudd på dette regelverket. Tilsynsmyndighetenes oppgaver i forbindelse med tilsyn med verdipapirforetak og regulerte markeder vil først å fremst være å kontrollere overholdelse av lovgivingens organisatoriske og operasjonelle krav. Utvalget antar at det sjelden i praksis vil foreligge et behov for å pålegge andre enn foretaket, dets ansatte og tilknyttede agenter opplysningsplikt for å avdekke forhold rundt virksomheten. Utvalget viser også til at Kredittilsynet som ledd i sitt tilsynsarbeid har anledning til å kreve bevisopptak ved domstolen, jf. kredittilsynsloven § 5 og domstolsloven § 44. Utvalget legger til grunn at direktivet art. 50 nr. 2 bokstav b) ikke medfører behov for endringer i gjeldende regler om opplysningsplikt.

Det kan stilles spørsmål om revisors opplysningsplikt etter kredittilsynsloven § 3 oppfyller kravene i direktivet art. 50 nr. 2 bokstav h) om å «provide information». Direktivets bestemmelse omfatter forutsetningsvis enhver relevant opplysning. Utvalget antar at det med dette må kunne oppstilles en saklig avgrensning til informasjon som revisor har tilgang til, jf. kredittilsynsloven § 3 siste ledd. Utvalget foreslår at det i nytt sjettede ledd i lovutkastet § 15-2 (gjeldende vphl. § 12-2) inntas en presisering hvorved verdipapirforetak og regulerte markeders revisorer plikter å gi Kredittilsynet de opplysninger tilsynet ber om som angår foretakenes virksomhet:

«Verdipapirforetak og regulerte markeders revisor plikter på forespørsel å gi Kredittilsynet opplysninger om foretakenes virksomhet»

Bestemmelsen vil gå foran den lovbestemte taushetsplikten i revisorloven § 6-1 første ledd. Kredittilsynet vil i medhold av forslagsbestemmelsen bare kunne be om relevante opplysninger. Utvalget viser for øvrig til at revisor er pålagt rapporteringsplikt etter kredittilsynsloven § 3a.»

Høringsinstansenes merknader

I tilknytning til utvalgets utkast til ny vphl. §§ 15-2 uttaler *Kredittilsynet*:

«Til utk. vphl. § 15-2 (1) 3. pkt. gjøres det oppmerksom på at henvisningen til vphl. § 9-7 refererer seg til gjeldende verdipapirhandellov, og at korrekt henvisning i henhold til utkastet vil være henholdsvis vphl. § 9-11 (1) nr. 7 om føring av lister over alle investeringstjenester, herunder utførte transaksjoner, og vphl. § 10-21 om plikt til å foreta lydopptak.»

Ingen av de øvrige høringsinstansene har hatt merknader til utvalgets forslag.

Departementets vurdering

Direktivet har i art. 50 nr. 2 bokstav a og b bestemmelser om at tilsynsmyndigheten skal få tilgang til ethvert dokument og innhente opplysninger fra enhver person og om nødvendig innkalle og avhøre en person for å skaffe seg opplysninger. I henhold til direktivet art. 50 nr. 2 bokstav h skal Kredittilsynet kunne kreve at verdipapirforetaks og regulerte markeders revisorer fremlegger opplysninger.

Som det fremgår ovenfor under beskrivelsen av gjeldende rett og utvalgets vurdering, foreligger det allerede en rekke lovbestemmelser i norsk rett som pålegger verdipapirforetak og regulerte markeder opplysningsplikt og plikt til å utlevere dokumenter til Kredittilsynet. Det vises til fremstillingen ovenfor. Bestemmelsen i gjeldende verdipapirhandellov § 12-2 om verdipapirforetaks generelle opplysningsplikt overfor Kredittilsynet, herunder plikt til å utlevere dokumenter, oppgaver og lydopptak, foreslås videreført i ny verdipapirhandellov § 15-2, med visse endringer, jf. nedenfor. Opplysningsplikten etter gjeldende børslov § 8-2 foreslås for øvrig videreført med visse utvidelser i ny lov om regulerte markeder § 45 (jf. utvalgets utkast § 4-2), se nærmere om dette nedenfor under punkt 12.8.5.

Opplysningsplikten etter disse lovbestemmelsene gjelder imidlertid bare for de som er under tilsyn av Kredittilsynet, med unntak av særbestemmelsen om opplysningsplikt ved mistanke om innsidehandel mv. i gjeldende vphl. § 12-2a. Utvalget har lagt til grunn at selv om det i MiFID artikkel 50 nr. 2 bokstav a fremgår at tilsynsmyndigheten skal få tilgang til «ethvert dokument» og i bokstav b at tilsynsmyndigheten skal kunne innhente opplysninger fra «enhver» person og om nødvendig innkalle og avhøre en person, er direktivets anvendelsesområde som sådan begrenset til å gjelde verdipapirforetak og regulerte markeder, slik at det ikke er nødvendig etter direktivet å pålegge personer som ikke er underlagt Kredittilsynets tilsyn noen alminnelige opplysningsplikt.

I den svenske utredningen publisert i SOU 2006: 50, som ligger til grunn for gjennomføring av MiFID i Sverige, (utredningen kapittel 14) er det imidlertid lagt til grunn at direktivet oppstiller krav om at tilsynsmyndigheten også skal kunne kreve opplysninger fra hvem som helst, både fysiske og juridiske personer, uansett om de står under tilsyn eller ikke.

Markedsmisbruksdirektivet har i art. 12 nr. 2 bokstav a og b bestemmelser som tilsvarer MiFID art. 50 nr. 2 bokstav a og b. Disse direktivbestemmelsene resulterte i gjeldende vphl. § 12-2a. I gjeldende vphl. § 12-2a første ledd heter det:

«Dersom Kredittilsynet har mistanke om overtreddelse av kapittel 2, 3 eller børsloven § 5-7, jf. forskrifter gitt i medhold av disse bestemmelsene, kan enhver pålegges å gi de opplysninger Kredittilsynet krever, herunder fremlegge dokumenter, teknisk lagret informasjon og utskrift fra lagringsmedium.»

Selv om MiFIDs anvendelsesområde som sådan er begrenset til verdipapirforetak og regulerte markeder, taler ordlyden i art 50 nr. 2 bokstav a og b (tilgang til «ethvert» dokument og opplysninger fra «enhver» person) for at direktivet på disse punkter rekker lenger enn det som er det generelle anvendelsesområdet i art. 1. Slik er direktivet også forstått i den svenske utredningen. Tilsynsmyndighetens oppgaver etter MiFID er først og fremst å kontrollere at verdipapirforetakene og de regulerte markedene overholder lovgivningens organisatoriske og operasjonelle krav. I praksis vil det antakelig sjelden være behov for å pålegge andre enn foretakene, deres ansatte og tilknyttede agenter opplysningsplikt eller plikt til å utlevere dokumenter. Departementet mener likevel at utvalgets tolkning av MiFID art. 50 nr. 2 bokstav a og b innebærer en for snever forståelse av direktivets forpliktelser på dette punkt. Departementet mener at man må legge til grunn en forståelse i samsvar med direktivets ordlyd, som taler om «enhver person» og «ethvert dokument», sml. også tilsvarende forståelse i den svenske utredningen. Etter departementets vurdering er det nødvendig innenfor MiFIDs saklige anvendelsesområde å gi hjemmel for en alminnelig opplysningsplikt og plikt til å legge frem dokumenter også for personer og foretak som ikke er under tilsyn. Departementet foreslår på denne bakgrunn at opplysningsplikten og plikten til å utlevere dokumenter i gjeldende bestemmelse i vphl. § 12-2a, som i hovedsak foreslås videreført i ny vphl. § 15-3, utvides til å gjelde generelt ved mistanke om overtreddelse av verdipapirhandelloven kapittel 3, 4, 5, 8, 9,

10 eller 11 eller forskrifter gitt i medhold av disse bestemmelsene. Det vil si de kapitlene som omfattes av MiFID og markedsmisbruksdirektivet. Det vises til utkastet til ny vphl. § 15-3 første ledd. Endringene innebærer en gjennomføring av MiFID art. 50 nr. 2 bokstav a og b.

Når det gjelder revisors opplysningsplikt, jf. MiFID art. 50 nr. 2 bokstav h, der det heter at tilsynsmyndigheten skal kunne kreve at verdipapirforetaks og regulerte markeders revisorer fremlegger opplysninger, foreligger det etter gjeldende norsk rett opplysningsplikt for revisor etter kredittilsynsloven § 3 tredje ledd tredje punktum. Opplysningsplikten i medhold av kredittilsynsloven § 3 tredje ledd tredje punktum er imidlertid begrenset til å gjelde «opplysninger som fremgår av årsregnskapet, regnskapsskjemaet, følgeskriv A til lønns- og trekkoppgaver, revisjonsprotokoll og revisjonsberetning». Revisor er for øvrig også pålagt en viss rapporteringsplikt til Kredittilsynet etter kredittilsynsloven § 3a.

Direktivet art. 50 nr. 2 bokstav h synes å rekke videre enn gjeldende bestemmelser, siden det i direktivet ikke er oppstilt noen uttrykkelig begrensning mht. hvilke opplysninger som skal kunne kreves fra revisor. Departementet foreslår, i tråd med utvalgets forslag, at det lovfestes i verdipapirhandelloven at verdipapirforetaks og regulerte markeders revisorer på forespørsel plikter å gi Kredittilsynet de opplysninger Kredittilsynet ber om som angår foretakenes virksomhet, se forslaget til ny vphl. § 15-2 sjette ledd. Bestemmelsen vil gå foran revisorers lovbestemte taushetsplikt i revisorloven § 6-1 første ledd.

Når det gjelder opplysningsplikt for tilknyttede agenter, jf. også MiFID art. 23, er departementet enig med utvalget i at det bør presiseres i loven at tilknyttede agenter er underlagt samme opplysningsplikt som verdipapirforetak, jf. ny vphl. § 15-2 første ledd annet punktum.

12.4.5 Stedlig tilsyn mv.

Utvalgets forslag

Utvalgets vurdering fremgår av utredningen punkt 9.3.3.3:

«Etter MiFID art. 50 nr. 2 bokstav c) skal tilsynsmyndighet ha kompetanse til å utføre «on-site inspections». Det er ikke umiddelbart klart hva som ligger i vilkåret. Tilsynsorganets kompetanse kan under enhver omstendighet være betinget av at en domstol treffer en rettslig avgjørelse, jf. art. 50 nr. 1 bokstav d). Tilsvarende bestemmelse i markedsmisbruksdirektivet er forstått slik at den omfatter både tilsyn og

etterforskning, det vil si bevissikring både hos tilsynsenheter og andre, jf. Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) pkt. 17.2.3, der departementet blant annet uttalte:

«Departementet legger til grunn at direktivet art. 12 nr. 2 bokstav c) om krav om adgang til on-site inspections ikke utelukkende retter seg mot bevissikring hos institusjoner under tilsyn. Kompetansekravene i art. 12 nr. 2 synes også å innebære krav om adgang til tilsyn og etterforskning i tilknytning til andre personer (det vil si også andre enn tilsynsobjekter) som omfattes av markedsmisbruksreglene.

Det legges også til grunn at direktivet art. 12 nr. 1 bør gjennomføres slik at ikke bare politi/påtalemyndighet har adgang til bevissikring i den type saker som omfattes av markedsmisbruksreglene.

Departementet foreslår derfor at Kredittilsynet gis adgang til å foreta bevissikring etter begjæring overfor domstolene.»

Etter vphl. § 12-2b kan Kredittilsynet, når det er rimelig grunn til å anta at markedsadferdsreglene i vphl. kapittel 2 er overtrådt, kreve å få adgang til ulike lokaler og bolig, ta med seg bevisgjenstander samt forsegle lokaler og bevisgjenstander. Slik bevissikring kan kun skje etter begjæring til og beslutning av domstolen.

Det kan reises spørsmål om gjennomføring av MiFID art. 50 nr. 2 bokstav c) krever en ny bestemmelse som gir Kredittilsynet adgang til å foreta bevissikring etter mønster av vphl. § 12-2b. Utvalget viser for det første til at MiFID har et snevrere virkeområde enn markedsmisbruksreglene, jf. pkt. 9.3.3.2 ovenfor. Pliktbestemmelsene i MiFID retter seg i hovedsak mot foretak og ansatte mv. Markedsmisbruksreglene retter seg mot «enhver». Videre vises til at adgangen for Kredittilsynet til å begjære bevissikring i forhold til markedsmisbruksregelverket dels er begrunnet i at forholdene i slike saker tidvis er meget vanskelig å dokumentere og at rask sikring av bevis er nødvendig for effektiv håndheving i slike saker. Etter utvalgets oppfatning gjør ikke disse hensynene seg like sterkt gjeldende i forhold til håndheving av pliktene etter MiFID.

Utvalget viser til at Kredittilsynet etter kredittilsynsloven §§ 1 og 3 kan utføre de undersøkelser av tilsynsinstitusjonenes stilling og virksomhet som Kredittilsynet finner nødvendig. Tilsynet kan med hjemmel i kredittilsynsloven utføres gjennom dokumentbasert og stedlig tilsyn. Videre vises til at Kredittilsynet som ledd i sitt tilsynsarbeid kan kreve bevisopptak ved domstolene etter domstoloven § 44. Det vises også til adgangen som politi/påtalemyndighet

har adgang til å sikre bevis, jf. straffeprosessloven kapittel 16.

Ut i fra dette legger utvalget til grunn at direktivets krav er tilstrekkelig gjennomført gjennom Kredittilsynets adgang til å foreta inspeksjoner i medhold av kredittilsynsloven. I tillegg vil politi/påtalemyndighet kunne gjennomføre bevissikring der straffeprosesslovens vilkår for dette er oppfylt.»

Høringsinstansenes merknader

Næringslivets Hovedorganisasjon uttaler:

«Vi støtter utvalgets forslag om at bevissikringsbestemmelsene i verdipapirhandelloven § 12 2 b 1. ledd ved mistanke om markedsmisbruk, fjernes. Vi kan ikke se, at det er nødvendig eller hensiktsmessig å opprettholde en slik særnorsk bestemmelse.»

ØKOKRIM viser til hensynet bak direktivet art. 50 nr. 2, som er at tilsynsmyndigheters kompetanse bør bli mer likeartet. Kredittilsynets kompetanse til bevissikring etter vphl. § 12-2 b første ledd er så langt ØKOKRIM kjenner til en særnorsk bestemmelse. ØKOKRIM er enig med utvalget i at bevissikringskompetanse verken er nødvendig eller hensiktsmessig ut fra MiFID art. 50 nr. 2 bokstav c).

Ingen av de øvrige høringsinstanser har merknader til utvalgets forslag.

Departementets vurdering

Direktivet art. 50 nr. 2 bokstav c oppstiller krav om at tilsynsmyndigheten skal ha anledning til å utføre «on-site inspections». Utvalget har lagt til grunn at direktivets krav er tilstrekkelig gjennomført i norsk rett, jf. ovenfor.

Det er ikke uten videre klart hva som ligger i direktivet art. 50 nr. 2 bokstav c om at tilsynsmyndigheten skal ha rett til å gjennomføre «on-site inspections». I den danske oversettelsen er det oversatt med at tilsynsmyndigheten skal ha rett til å gjennomføre «kontrolundersøgelser på stedet». En naturlig språklig forståelse av direktivets krav på dette punkt, kan være «stedlig tilsyn». Kredittilsynet kan som del av det generelle tilsynsarbeidet, jf. kredittilsynsloven § 3, jf. § 1, utføre de undersøkelser av tilsynsobjektene stilling og virksomhet som Kredittilsynet finner nødvendig. Herunder kan det foretas stedlig tilsyn og dokumentbasert tilsyn.

Markedsmisbruksdirektivet art. 12 nr. 3 bokstav c inneholder en bestemmelse som er likende med MiFID art. 50 nr. 2 bokstav c. Implementeringen av markedsmisbruksdirektivets bestemmelse resulterte i gjeldende vphl. § 12-2 b

om bevissikring, som gjelder for de tilfeller der Kredittilsynet har rimelig grunn til å anta at bestemmelser i gjeldende vphl. kapittel 2 (markedsmisbruksreglene) er overtrådt. Kredittilsynet kan i disse tilfellene sette frem begjæring for tingretten om å få adgang til lokaler som nevnt i § 12-2b første ledd nr. 1 og 2, og ta med ting som kan ha betydning som bevis (nr. 3), samt forsegle forretningslokaler, bøker, forretningspapirer og teknisk lagringsmedium (nr. 4), med andre ord en form for ransaking. Adgangen til bevissikring etter § 12-2b er ikke begrenset til å gjelde overfor foretak som er under tilsyn.

I pkt. 16.2 i høringsnotat av 7. mars 2005 utarbeidet av Kredittilsynet, som er en del av forarbeidene til § 12-2b, heter det:

«Direktivets regel om «on-site inspections» savner motstykke i norsk rett for foretak som ikke er under tilsyn, jf. art. 12 nr. 2 litra c). Hensikten med inspeksjonsadgangen er å effektivisere tilsynsorganets undersøkelser i antatte markedsmisbrukstilfeller Ved vurdering av hvordan inspeksjonsretten skal implementeres i norsk rett, må det legges betydelig vekt på formålet med virkemiddelet. I denne sammenheng vises det til at antatte tilfeller av markedsmisbruk er tidvis meget vanskelig å bevise, blant annet fordi de aktuelle transaksjonene i det ytre gjerne fremstår som ordinære...»

I Ot. prp. nr. 12 (2004-2005), som gjaldt gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet i norsk rett, uttalte departementet i pkt. 17.2.1:

«Som det blant annet fremgår av høringsuttalelsene sitert foran, kan det stilles spørsmål med hensyn til hvilke krav direktivet stiller i forhold til tilsynsmyndighetenes adgang til bevissikring.

Departementet legger til grunn at direktivet art. 12 nr. 2 bokstav c om krav om adgang til «on-site inspections» ikke utelukkende retter seg mot bevissikring hos institusjoner under tilsyn. Kompetansekravene i art. 12 nr. 2 synes også å innebære krav om adgang til tilsyn og etterforskning i tilknytning til andre personer (det vil si også andre enn tilsynsobjekter) som omfattes av markedsmisbruksreglene.»

De høringsinstanser som har uttalt seg om hvorvidt Kredittilsynet som følge av MiFID må eller bør få tilsvarende generell kompetanse til bevissikring som etter gjeldende vphl. § 12-2b (NHO og ØKOKRIM), har uttrykt at de ikke ser det nødvendig eller hensiktsmessig at Kredittilsynets bevissikringskompetanse etter gjeldende vphl. § 12-2b utvides, jf. ovenfor.

Etter departementets syn har bestemmelsen i gjeldende vphl. § 12-2b først og fremst praktisk betydning overfor foretak som ikke er under tilsyn av Kredittilsynet. Overfor verdipapirforetak og regulerte markeder har Kredittilsynet allerede hjemmel til å foreta stedlig tilsyn og dokumentbasert tilsyn i medhold av kredittilsynsloven § 3, jf. § 1. Institusjonene plikter når som helst å gi alle opplysninger som tilsynet måtte kreve og å la tilsynet få innsyn i og utlevert til kontroll dokumenter, herunder protokoller, regnskaper, datamaskiner mv. jf. kredittilsynsloven § 2 annet ledd. Hvis institusjonen ikke oppfylder sin plikt, kan plikten pålegges de enkelte til-lits- og tjenestemenn i institusjonen, jf. kredittilsynsloven § 3 tredje ledd.

Det er for øvrig spesielle hensyn som ligger bak innføringen av vphl. § 12-2b gjennom implementeringen av markedsmisbruksdirektivet, herunder at forholdene i markedsmisbrukstilfeller kan være svært vanskelige å dokumentere, og at rask sikring av bevis er nødvendig for effektiv håndheving av disse sakene, jf. også det som er gjengitt fra forarbeidene til bestemmelsen ovenfor. Disse hensynene gjør seg ikke gjeldende i samme grad innen MiFIDs område. Tilsynsmyndighetens oppgaver etter MiFID er først og fremst å kontrollere at verdipapirforetakene og de regulerte markedene overholder lovgivningens organisatoriske og operasjonelle krav.

I motsetning til det som er tilfelle i MiFID art. 50 nr. 2 bokstav a og b, inneholder bokstav c ikke noe krav om at denne retten skal gjelde i forhold til «enhver». En slik forståelse er også lagt til grunn i den svenske utredningen som danner grunnlag for implementering av MiFID i svensk rett. Departementet legger i tråd med dette til grunn at direktivets krav om stedlige undersøkelser retter seg mot verdipapirforetak og regulerte markeder, dvs. de som er under tilsyn etter MiFID. Direktivet stiller etter departementets vurdering ikke krav om at det skal kunne utføres stedlig tilsyn eller lignende hos andre enn de som er under tilsyn.

Departementet er på denne bakgrunn enig med utvalget og synspunktene fra høringsinstansene om at det ikke er nødvendig for å oppfylle kravet i MiFID art. 50 nr. 2 bokstav c å gi gjeldende bestemmelse i vphl. § 12-2 b tilsvarende anvendelse. Gjeldende § 12-2b foreslås for øvrig videreført i ny vphl. § 15-5, uten at bestemmelsen utvides som følge av MiFID.

Departementet legger etter dette, i likhet med utvalget, til grunn at MiFID art. 50 nr. 2 bokstav c ikke medfører behov for endringer i norsk rett.

Direktivets forpliktelser på dette punkt anses gjennomført gjennom Kredittilsynets adgang til å foreta inspeksjoner i medhold av kredittilsynsloven. I tillegg vil politi/påtalemyndighet kunne foreta bevissikring etter reglene i straffeprosessloven, der vilkårene for dette er oppfylt.

12.4.6 Opplysninger om telefonnummer mv. og datatrafikk

Utvalgets forslag

I utredningen punkt 9.3.3.4 er utvalgets vurdering beskrevet slik:

«Etter art. 50 nr. 2 bokstav d) skal tilsynsmyndigheten ha tilgang til eksisterende trafikkdata knyttet til telefon og elektronisk kommunikasjon. Rekkevidden av direktivet er på dette punktet ikke umiddelbart klar. Bestemmelsen reiser for det første spørsmål om verdipapirforetakene og regulerte markeders utleveringsplikt. Videre reiser art. 50 nr. 2 bokstav d) spørsmål om andre personer, typisk teletilbydere, også skal være forpliktet til å utlevere eksisterende trafikkdata knyttet til telefon og elektronisk kommunikasjon. Til slutt reises det spørsmål om hva som ligger i direktivets formulering «existing telephone and data traffic records».

Verdipapirforetak har etter gjeldende vphl. § 12-2 første ledd plikt til å fremvise og utlevere oppgaver og lydopptak i henhold til vphl. § 9-7 og forskrift av 7. november 2003 nr. 1322 om verdipapirforetaks plikt til å foreta lydopptak av mottatte oppdrag og til oppbevaring av dokumentasjon vedrørende ordremottak. Utvalget legger til grunn at fremvisnings- og utleveringsplikten etter gjeldende norske regler på dette punktet er mer omfattende enn direktivets krav, og foreslår ingen endringer i denne forbindelse. Når det gjelder plikten for regulerte markeder (børser og autoriserte markeds plasser) å fremlegge slike trafikkdata viser utvalget til gjeldende børslov § 8-2. Bestemmelsen gir Kredittilsynet hjemmel til å kreve utlevert opplysninger som markedet besitter.

Et verdipapirforetak og et regulert marked vil generelt ikke besitte den trafikkdataen som myndighetene vil kunne etterspørre. Det kan i den forbindelse stilles spørsmål om også andre skal ha plikt til å utlevere opplysninger om eksisterende trafikkdata knyttet til telefon og elektronisk kommunikasjon. Det mest praktiske i så måte er innhenting av data fra tilbydere av elektroniske kommunikasjonsnett. Utvalget viser til at departementet i Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) om gjennomføring av markeds-

misbruksdirektivet side 108 første spalte sluttet seg til Kredittilsynets vurdering av at kredittilsynsloven § 5 om begjæring av rettslig bevisopptak ikke gir hjemmel til å kreve slike opplysninger utlevert. Ettersom norsk rett savnet en hjemmel for Kredittilsynet til å innhente trafikkdata fra teleoperatører ved gjennomføringen av markedsmisbruksdirektivet, ble vphl. § 12-2a annet ledd nr. 2 og 3 vedtatt:

«Opplysningsplikten [overfor Kredittilsynet] gjelder likevel uten hinder av (...)

2. taushetsplikt som nevnt i lov om elektronisk kommunikasjon § 2-9 for så vidt gjelder opplysninger om avtalebasert hemmelig telefonnummer eller andre abonnementsopplysninger og elektronisk kommunikasjonsadresse.

3. taushetsplikt som nevnt i lov om elektronisk kommunikasjon § 2-9 for så vidt gjelder opplysninger om trafikkdata, dersom det er gitt fritak fra slik taushetsplikt. Departementet kan etter anmodning fra Kredittilsynet gi slikt fritak. Ved vurderingen av om fritak skal gis skal det blant annet legges vekt på hensynet til taushetsplikten og sakens opplysning.»

Etter bestemmelsen har teletilbydere opplysningsplikt overfor Kredittilsynet dersom visse vilkår er innfridd. Mer konkret inntrer opplysningsplikten der Kredittilsynet ber departementet (delegert til Post- og teletilsynet) oppheve teleoperatører og installatørers taushetsplikt, jf. lov om elektronisk kommunikasjon § 2-9 som lyder:

«Tilbyder og installatør plikter å bevare taushet om innholdet av elektronisk kommunikasjon og andres bruk av elektronisk kommunikasjon, herunder opplysninger om tekniske innretninger og fremgangsmåter. De plikter å gjennomføre tiltak for å hindre at andre enn de som opplysningene gjelder får anledning til selv å skaffe seg kjennskap til slike opplysninger. Opplysningene kan heller ikke nyttes i egen virksomhet eller i tjeneste eller arbeid for andre, med unntak av statistiske opplysninger om nettrafikk som er anonymisert og ikke gir informasjon om innretninger eller tekniske løsninger.

Taushetsplikt etter første ledd gjelder også for enhver som utfører arbeid eller tjeneste for tilbyder av elektronisk kommunikasjonsnett eller -tjeneste, installatør, teknisk kontrollorgan eller myndigheten, også etter at vedkommende har avsluttet arbeidet eller tjenesten.

Taushetsplikten er ikke til hinder for at det gis opplysninger til påtalemyndigheten eller politiet om avtalebasert hemmelig telefonnummer eller andre abonnementsopplysninger, samt elektronisk kommunikasjonsadresse. Det samme gjelder ved vitnemål for retten. Taushetsplikten er heller ikke til hinder for at opp-

lysninger som nevnt i første ledd gis til annen myndighet i medhold av lov.

Anmodning fra påtalemyndigheten eller politiet om opplysninger som omhandlet i tredje ledd skal etterkommes med mindre særlige forhold gjør det utilrådelig.

Myndigheten kan gi forskrifter om taushetsplikt, om omfanget av unntaket etter tredje ledd og opplysningsplikten etter fjerde ledd.

Annen lovbestemt taushetsplikt gjelder i tillegg til denne paragrafen.»

Det skal i forbindelse med vurderingen av om fritak skal gis, foretas en vurdering under hensyn til blant annet taushetsplikten (hensynet til rett til vern om personlige forhold), og sakens opplysning (Kreditilsynets mistanke om lovovertrедelse), jf. vphl. § 12-2a annet ledd nr. 3. Kreditilsynet vil med hjemmel i § 12-2a annet ledd bare kunne be om opplysninger der det foreligger en konkret mistanke om overtrедelse av verdipapirhandellovens bestemmelser, jf. de alminnelige forvaltningsrettslige prinsipper om Kreditilsynets undersøkelser i så måte.

MiFID art. 50 nr. 2 bokstav d) krever at det i norsk rett innføres en ordning hvorefter Kreditilsynet gis tilgang til eksisterende telefon- og datatrafikk. I gjeldende vphl. § 12-2a finnes regler som skal sikre etterlevelse av en i utgangspunktet lik direktivforpliktelse, jf. markedsmissbruksdirektivet (direktiv 2000/6/EF) art. 12 nr. 2. Etter det utvalget kan se vil den mest hensiktsmessige løsningen være å gi vphl. dagens § 12-2a tilsvarende anvendelse for så vidt gjelder Kreditilsynets innsyn i verdipapirforetak og regulerte markeders trafikdata. Utvalget foreslår i denne forbindelse et nytt syvende ledd i lovutkastet § 15-3 (gjeldende vphl. § 12-2a) hvorved:

«Annet ledd nr. 3 gjelder tilsvarende der Kreditilsynet har mistanke om at verdipapirforetak eller regulerte markeder har overtrådt bestemmelser i denne lov eller lov om regulerte markeder.

Etter MiFID art. 50 nr. 2 bokstav d) skal tilsynsmyndigheten ha adgang til eksisterende tele- og data «records». Tilsvarende formulering følger av markedsmissbruksdirektivet og «trafikdata» antas å være et dekkende begrep. Det synes ikke påkrevd etter direktivet å gi § 12-2a tilsvarende anvendelse når det gjelder avtalebaserte hemmelige telefonnummer mv.»

Det er i forslaget til § 15-3 ikke inntatt noen personell begrensning, men i praksis vil innsynsretten være relevant for opplysninger som knytter seg til virksomheten til verdipapirforetak og regulerte markeder. Dette betyr som hovedregel at det bare vil være aktuelt å

be om trafikdata til ledelsen og ansatte i foretakene.

Høringsinstansenes merknader

Ingen av høringsinstansene har uttalt seg om dette.

Departementets vurdering

Etter MiFID art. 50 nr. 2 bokstav d skal tilsynsmyndigheten kunne «require existing telephone and existing data traffic records». I den danske versjonen av direktivet er dette oversatt til at tilsynsmyndigheten skal kunne kreve «foreliggende opplysninger om telefonsamtaler og foreliggende data-traffic».

Ved fastleggelsen av direktivets rekkevidde på dette punkt oppstår, som utvalget peker på, spørsmål om hvem som må kunne pålegges å utlevere opplysninger for å tilfredsstille direktivets krav, i praksis særlig om tilbydere og installatører av nett eller tjenester som benyttes ved elektronisk kommunikasjon og ansatte m. fl. hos disse (nedenfor omtalt som «teletilbydere») kan pålegges å utlevere opplysninger. Videre må det klarlegges nærmere hva som ligger i begrepet «existing telephone and existing data traffic records».

Det generelle anvendelsesområdet for direktivet er verdipapirforetak og regulerte markeder. Disse må i hvert fall kunne pålegges å legge frem foreliggende opplysninger om telefonsamtaler og datatrafikk som de besitter. Slik plikt må anses å eksistere allerede etter gjeldende rett. Departementet viser til utvalgets fremstilling om dette ovenfor, og legger i likhet med utvalget til grunn at verdipapirforetak og regulerte markeders plikt til å utlevere trafikdata er i samsvar med direktivets krav. Gjeldende vphl. § 12-2 a foreslås videreført med visse endringer i ny vphl. § 15-3, mens bestemmelsen i børsloven § 8-2 foreslås videreført i ny lov om regulerte markeder § 45 (jf. utvalgets utkast § 4-2).

Som utvalget har pekt på, vil imidlertid verdipapirforetak og regulerte markeder i praksis ikke alltid være i besittelse av de opplysninger Kreditilsynet har behov for i saker der det er mistanke om overtrедelser av verdipapirhandelloven. Det Kreditilsynet har behov for, innsyn i for å kunne gjennomføre sine tilsynsoppgaver effektivt, vil typisk være utskrifter av tele- og kommunikasjonsselskapenes registreringer av samtaler til og fra en telefon. Slike opplysninger kan være av vesentlig betydning for Kreditilsynets mulighet for å få opplyst saken med tanke på å avdekke eventuelle overtrедelser.

Departementet legger til grunn, ut fra en tolkning av direktivets ordlyd og formål, at art. 50 nr. 2 bokstav d bør forstås slik at Kredittilsynet også må gis hjemmel til å kreve opplysninger fra tele- og kommunikasjonsselskaper m. fl. der det er mistanke om overtredelse av de deler av verdipapirhandellovgivningen som omfattes av MiFID. Departementet viser også til MiFID art. 50 nr. 1, der det fremgår at tilsynsmyndigheten skal ha alle de tilsyns- og undersøkelsesbeføyelser som er nødvendig for å kunne utføre sine funksjoner. At de skal kunne «require existing telephone and existing data traffic records», er en av flere konkrete minimumsbeføyelser i art. 50 nr. 2. Det vil etter departementets syn neppe være i samsvar med ordlyden og formålet i direktivet på dette punkt dersom opplysningsplikten for trafikkdata var begrenset til kun de trafikkdata verdipapirforetakene og de regulerte markedene selv besitter.

En slik forståelse ble også lagt til grunn ved gjennomføringen av en likelydende bestemmelse i markedsmisbruksdirektivet artikkel 12 nr. 2 bokstav d, jf. utvalgets redegjørelse om dette ovenfor. Gjennomføringen av bestemmelsen i markedsmisbruksdirektivet resulterte, som det fremgår ovenfor, i gjeldende vphl. § 12-2a.

Departementet foreslår på denne bakgrunn at anvendelsesområdet til gjeldende bestemmelse i vphl. § 12-2a utvides til å gjelde alle tilfelle der Kredittilsynet har mistanke om at verdipapirforetak eller regulerte markeder har overtrådt verdipapirhandelloven kapittel 3, 4, 5, 8, 9, 10 eller 11, eller forskrifter gitt i medhold av disse lovene. Det vil si de kapitler i loven som omfattes av MiFID og markedsmisbruksdirektivet, jf. forslag til ny vphl. § 15-3 første ledd.

Når det gjelder hva som ligger i begrepet «existing telephone and existing data traffic records», hadde som nevnt markedsmisbruksdirektivet artikkel 12 nr. 2 bokstav d) en tilsvarende formulering, der gjennomføringen av direktivet resulterte i gjeldende vphl. § 12-2a. I § 12-2a annet ledd nr. 3 er ordet «trafikkdata» brukt i forbindelse med hva som i denne sammenhengen er taushetsbelagte opplysninger etter lov om elektronisk kommunikasjon (ekomloven) § 2-9. I Ot. prp. nr. 12 (2004-2005) punkt 17.2.2, som var en del av forarbeidene til lovendringene som gjennomførte markedsmisbruksdirektivet, uttalte departementet:

«Med trafikkdata skal forstås opplysninger om eksisterende opplysninger om elektronisk kommunikasjon, herunder lister over foretatte inngående og utgående telefonsamtaler på spesifiserte telefonabonnenter mv.»

Departementet finner det naturlig at samme forståelse legges til grunn når det gjelder MiFID art. 50 nr. 2 bokstav d, slik at «trafikkdata» antas å være et dekkende uttrykk. Uttrykket «trafikkdata» i § 12-2a annet ledd nr. 2 har heller ikke budt på tolkningsproblemer i praksis som departementet er kjent med. «Trafikkdata» må etter departementets syn anses å dekke for eksempel teleselskaperes registreringer av samtaler til og fra en telefon. «Excisting» (dansk «foreliggende») må anses å utgjøre en grense mot for eksempel telefonavlytting. Pålegg om å gi opplysninger om trafikkdata som noen i fremtiden vil få besittelse av, kan heller ikke gis i medhold av denne bestemmelsen.

Gjeldende vphl. § 12-2a ble, som det fremgår ovenfor, vedtatt av Stortinget i forbindelse med lovendringene som gjennomførte markedsmisbruksdirektivet, og bestemmelsen trådte i kraft 1. september 2005. Bestemmelsen har imidlertid ikke fungert etter sin hensikt, og Kredittilsynet har i praksis ikke fått tilgang til nødvendige trafikkdata i saker med mistanke om innsidehandel og markedsmisbruk. Årsaken til disse problemene skyldes bl.a. noe tvil om hvilke saksbehandlingsregler som gjelder ved Kredittilsynets anmodninger i medhold av vphl. § 12-2a annet ledd nr. 3 til departementet (Samferdselsdepartementet, delegert til Post- og teletilsynet) om opphevelse av taushetsplikt etter lov om elektronisk kommunikasjon § 2-9. Disse problemene har vanskeliggjort Kredittilsynets arbeid med å avdekke mulig alvorlig økonomisk kriminalitet. Departementet ser det som avgjørende at Kredittilsynet får tilgang til informasjon som er nødvendig for å etterforske kriminalitet på verdipapirområdet. I lys av dette foreslo departementet i brev av 11. januar 2007 endringer i gjeldende § 12-2a, jf. ny § 15-3. Forslaget har ikke vært gjenstand for alminnelig høring, men departementet inviterte berørte parter til høringsmøte 25. januar 2007. Forslaget i departementets brev av 11. januar 2007 gikk i hovedtrekk ut på at kravet om samtykke fra departementet (Samferdselsdepartementet, delegert til Post- og Teletilsynet) i hver enkelt sak for opphevelse av teletilbyderens taushetsplikt skulle tas ut fra § 12-2a annet ledd nr. 3, slik at Kredittilsynet alene skulle foreta helhetsvurderingen av sakens opplysning opp mot personvern hensyn mv. i det enkelte tilfelle. Det ble samtidig foreslått å ta inn rettsikkerhetsgarantier i loven av hensyn til dem som trafikkdataene berører, herunder regler om klage, underretning, mulighet for utsatt underretning av hensyn til sakens opplysning mv.

I innspill på høringsmøtet tok en rekke av høringsinstansene bl.a. til orde for at forslaget bør

ses i sammenheng med gjennomføringen av data-lagringsdirektivet (direktiv 2004/39/EF).

Etter en helhetsvurdering ønsker departementet ikke å fremme forslag i tråd med høringsbrevet av 11. januar 2007 nå. Departementet viser til det pågående arbeidet med datalagringsdirektivet, som kan resultere i mer generelle lovendringer mht. innsyn i trafikkdata, lagringstid med videre. Departementet mener at man bør avvente den mer generelle utredningen av de prinsipielle spørsmålene dette reiser.

Samtidig mener departementet at det er viktig å raskt få operasjonalisert gjeldende § 12-2a, jf. ny § 15-3, for å følge opp Stortingets vedtak i forbindelse med gjennomføringen av markedsmissbruksdirektivet, og for å ivareta Kredittilsynets behov for innsyn i trafikkdata i deres arbeid med avdekking av verdipapirkriminalitet. På denne bakgrunn fremmer departementet forslag om en ny forskriftshjemmel i verdipapirhandeloven § 15-3 annet ledd nr. 3. Forskriftshjemmelen skal legge til rette for å få på plass et system som inneholder nødvendige operasjonelle regler for å ivareta Kredittilsynets behov, og samtidig legge til rette for at det gis utfyllende saksbehandlingsregler som vil ivareta rettssikkerhetshensyn mv. Det er nødvendig å gi forskriftsregler om saksbehandlingen både hos Kredittilsynet og departementet (delegert til Post- og teletilsynet), herunder blant annet bestemmelser om underretning til mistenkte og andre som trafikkdataene berører, samt adgang til utsatt underretning i unntakstilfelle der dette er viktig for etterforskningen mv. Utkast til slik forskrift vil bli sendt på alminnelig høring. I lys av eventuelle lovendringer som blir fremmet som oppfølging av datalagringsdirektivet, kan det bli vurdert å foreta tilpasninger i vphl. § 15-3 og i forskriftene som gis i medhold av bestemmelsen. Eventuelle tilpasninger må imidlertid ta høyde for de særskilte EØS-forpliktelsene på verdipapirområdet, som krever at Kredittilsynet skal ha tilgang til eksisterende trafikkdata, og hensynet til effektiv etterforskning av verdipapirkriminalitet.

12.4.7 Beslag av aktiva

Utvalgets forslag

Utvalgets vurdering fremgår av utredningen punkt 9.3.3.5:

«Når det gjelder kompetanse til å kreve frysing og beslagleggelse av aktiva, jf. art. 50 nr. 2 bokstav f), antar utvalget at tvangsfullbyrdsloven § 14-1 om midlertidig sikring (arrest) i kombinasjon med verdipapirhandelovens

bestemmelse om vinningsavståelse innebærer tilstrekkelig gjennomføring av direktivet. Vphl. § 14-2 om vinningsavståelse er behandlet nærmere i pkt. 9.5.2 nedenfor. Det vises til Kredittilsynets begrunnelse gjengitt i Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) side 105 som departementet sluttet seg til i forbindelse med gjennomføring av tilsvarende bestemmelse i markedsmissbruksdirektivet:

«Etter art. 12 nr. 2 litra g) skal tilsynsmyndigheten skal ha adgang til visse former for fastfrysning av aktiva. Kredittilsynet vil etter omstendighetene kunne begjære arrest etter tvangsfullbyrdslovens kapittel 14. Vilkåret i lovens § 14-1 om et pengekrav vil avhengig av forholdene være tilfredsstilt gjennom Kredittilsynets adgang til å illegge vinningsavståelse, jf. vphl § 14-2. Kravet om sikringsgrunn vil også etter omstendighetene være oppfylt, jf. lovens § 14-2. Kredittilsynet vil formodentlig ikke kunne opptre på vegne av andre som har pengekrav, noe som medfører at fastfrysning på vegne av utenlandske myndigheter synes utelukket. Praktisk sett antas imidlertid ikke dette å være et stort problem. Kredittilsynet antar at muligheten for arrest kombinert med adgangen til bevissikring, tilfredsstiller Direktivet. En egen bestemmelse om fastfrysning av aktiva finnes derved ikke nødvendig.»

Etter utvalgets syn må det også her finnes en saklig forbindelse mellom direktivets virkeområde og den kompetansen tilsynsmyndigheten skal besitte. For øvrig vil det kunne tas beslag i medhold av straffeprosessloven kapittel 16.»

Høringsinstansenes merknader

Ingen av høringsinstansene har uttalt seg om dette.

Departementets vurdering

Det følger av direktivet art. 50 nr. 2 bokstav f at tilsynsmyndigheten skal kunne kreve frysing og beslag av aktiva.

Utvalget har vurdert det slik at gjeldende bestemmelser i tvangsfullbyrdsloven § 14-1 flg. om arrest i kombinasjon med gjeldende verdipapirhandelov § 14-2 om vinningsavståelse (som er foreslått videreført i ny vphl. § 17-2), sammen med reglene om beslag etter straffeprosessloven kap. 16 innebærer tilstrekkelig gjennomføring av direktivet, slik at det ikke er foreslått endringer på dette punkt, jf. ovenfor.

Departementet legger, i likhet med utvalget, til grunn at de alminnelige reglene i tvangsfullbyrds-

sesloven kapittel 14 om arrest og reglene om beslag etter straffeprosessloven kapittel 16, er tilstrekkelige til å anse direktivets krav som oppfylt på dette punkt. Departementet foreslår derfor ikke lovendringer.

12.4.8 Opphør av ulovlig aktivitet og midlertidig yrkesforbud

Utvalgets forslag

Utvalgets vurdering fremgår av utredningen punkt 9.3.3.6:

«Art. 50 nr. 2 bokstav e) pålegger medlemsstatene å fastsette regler hvorved tilsynsmyndigheten kan kreve opphør av direktivstridige handlinger:

«require the cessation of any practice that is contrary to the provisions adopted in the implementation of this Directive»

Markedsmisbruksdirektivet inneholder en tilsvarende bestemmelse. Denne er gjennomført gjennom vphl. § 12-4 sjette ledd, jf. under. Etter MiFID art. 50 nr. 2 bokstav g) skal tilsynsmyndigheten kunne be om et midlertidig forbud mot yrkesutøvelse:

«request temporary prohibition of professional activity»

Den nærmere rekkevidden av bestemmelsen er uklar. For det første er det usikkert hva som ligger i «request». Den danske direktivversjonen benytter her «kræve». Videre er det uklart hva som ligger i «professional activity». Etter ordlyden kan enhver yrkesvirksomhet synes å være omfattet. Utvalget antar for det første at Kredittilsynet må gis en diskresjonær kompetanse, jf. «kræve». Videre antas det at kompetansen er saklig begrenset, det vil si at et yrkesforbud bare kan omfatte aktiviteter regulert av MiFID. En person som har bedrevet ulovlig investeringstjenestevirksomhet kan derved ikke forbyes å bedrive en annen type yrkesvirksomhet, for eksempel å arbeide i en butikk.

En generell påleggshjemmel om stans i ulovlig virksomhet vil kunne tilfredsstille direktivet. Slik hjemmel finnes i dag i vphl. § 12-4 sjette ledd, jf. kredittilsynsloven § 4a og omtale i Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) side 104 og 109. Også her antar utvalget at den mest hensiktsmessige løsningen er å gi gjeldende bestemmelse tilsvarende anvendelse. Det fremstår på dette punktet som mest naturlig at virkeområdet til gjeldende § 12-4 sjette ledd utvides til å omfatte «bestemmelser gitt i eller i medhold av denne lov», jf. lovutkastet § 15-7 nytt sjette ledd.

Når det gjelder pålegg rettet mot regulerte markeder antar utvalget at dagens § 8-4 i børsloven er tilfredsstillende. Ved valg av denne løsningen synes en å ha gjennomført art. 50 nr. 2 bokstav i) på en adekvat måte. Prosessuelt vil slike pålegg følge forvaltningslovens regler.»

Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet skriver følgende:

«Etter direktivet art. 50 skal den kompetente myndigheten gis den myndighet som er nødvendig for å utføre oppgavene som følger av direktivet. Utvalget har lagt til grunn at direktivet art. 50 nr. 2 bokstav e) og g) om tilsynsmyndighetens adgang til å kreve opphør av ulovlig aktivitet og midlertidig yrkesforbud, er gjennomført i lovutk. § 15-7 (6). Påleggshjemmelen i utk. vphl. § 15-7 (6), som er en utvidelse av gjeldende vphl. § 12-4 (6) som gjelder opphør av aktiviteter i strid med verdipapirhandelloven kapittel 2 og 3, er foreslått endret til generelt å gjelde opphør av aktiviteter i strid med bestemmelser gitt i eller i medhold av verdipapirhandelloven. Kredittilsynet viser imidlertid til at direktivet art. 50 nr. 2 bokstav e) og g), ikke utelukkende refererer seg til virksomhet som omhandlet i verdipapirhandelloven, men til virksomhet/aktiviteter som omfattes av direktivet, altså også virksomhet som regulert marked. En tilsvarende generell bestemmelse om opphør av ulovlig virksomhet er ikke gitt i utkastet til lov om regulerte markeder, se f.eks utk. § 4-4. Selv om kredittilsynsloven (ktl.) § 4 a om stans av ulovlig virksomhet fortsatt vil gjelde, antar Kredittilsynet at departementet vil vurdere i hvilken grad en tilsvarende bestemmelse som i utk. vphl. § 15-7 (6) også bør innføres i lov om regulerte markeder.»

Ingen av de øvrige høringsinstansene har merknader til utvalgets forslag.

Departementets vurdering

MiFID art. 50 nr. 2 bokstav e) oppstiller krav om at tilsynsmyndigheten skal kunne kreve opphør av handlinger som strider mot direktivet. I bokstav g) er det oppstilt krav om at tilsynsmyndigheten skal kunne kreve nedlagt et midlertidig forbud mot yrkesutøvelse («professional activity»). Videre inneholder samme artikkel bokstav i) et krav om at tilsynsmyndigheten skal kunne fastsette enhver type foranstaltning/tiltak som kan sikre at verdipapirforetak og regulerte markeder fortsatt oppfyller lovbestemte krav.

I gjeldende vphl. § 12-4 sjette ledd heter det:

«Dersom Kredittilsynet har grunn til å anta at noen handler i strid med bestemmelse i kapittel 2 eller 3, jf. forskrift gitt i medhold av slik bestemmelse, kan Kredittilsynet pålegge vedkommende å bringe handlingen til opphør. Pålegget kan omfatte ethvert tiltak som er nødvendig for å bringe overtredelsen til opphør.»

Bestemmelsen kom inn i forbindelse med gjennomføring av en bestemmelse i markedsmissbruksdirektivet som tilsvarer MiFID art. 50 nr. 2 bokstav e. Utvalget har foreslått å utvide virkeområdet for denne bestemmelsen, slik at anvendelsesområdet vil være alle «bestemmelser gitt i eller i medhold av denne lov» (det vil si verdipapirhandelloven), jf. utkastet til ny vphl. § 15-7 sjette ledd. Departementet er enig med utvalget i at dette er en hensiktsmessig måte å gjennomføre direktivet art. 50 nr. 2 bokstav e, g og i på. En slik bestemmelse vil være en generell påleggshjemmel om stans i ulovlig virksomhet, herunder gi hjemmel for stans i «professional activity» iht. direktivet art. 50 nr. 2 bokstav g.

Når det gjelder tilfeller der noen uten nødvendig tillatelse antas å drive verdipapirforetak eller virksomhet som regulert marked, legger departementet i likhet med utvalget til grunn at gjeldende bestemmelse i kredittilsynsloven § 4a tilfredsstiller kravene i direktivet art. 50 nr. 2 bokstav e, g og i. Kredittilsynsloven § 4a gir Kredittilsynet hjemmel til å pålegge noen som driver virksomhet som omfattes av Kredittilsynets tilsynsområde uten tillatelse, å stanse virksomheten.

Når det gjelder regulerte markeder, har utvalget ikke foreslått endringer, og lagt til grunn at gjeldende børslov § 8-4 er tilfredsstillende, jf. forslag om videreføring av denne i utvalgets utkast til ny lov om regulerte markeder § 4-4. Kredittilsynet har i sin høringsuttalelse påpekt at utvalget ikke har foreslått noen bestemmelse i ny lov om regulerte markeder som gir Kredittilsynet hjemmel til å pålegge vedkommende å bringe handlingen til opphør på tilsvarende måte som det som er foreslått i ny vphl. § 15-7 sjette ledd. Etter departementets syn bør det tas inn en uttrykkelig bestemmelse i ny lov om regulerte markeder § 47 tredje ledd (som foreslås i stedet for utvalgets utkast § 4-4) om at Kredittilsynet kan gi pålegg om opphør av handlinger som er i strid med lov om regulerte markeder eller forskrifter gitt i medhold av denne loven. Pålegget kan omfatte ethvert tiltak som er nødvendig for å bringe overtredelsen til opphør, jf. forslag til ny lov om regulerte markeder § 47 tredje ledd. Dette vil gjennomføre direktivet art. 50 nr. 2 bokstav e, g og i.

Pålegg fra Kredittilsynets side vil følge reglene i forvaltningsloven.

Gjennom de ovenfor nevnte lovendringene vil MiFID art. 50 nr. 2 bokstav e, g og i etter departementets vurdering være oppfylt.

12.4.9 Suspensjon og strykning av finansielle instrumenter

Utvalgets forslag

Utvalget skriver om dette i utredningen pkt. 9.3.3.7:

«Kravet i MiFID art. 50 nr. 2 bokstav j) og k) om suspensjon og strykning av finansielle instrumenter fra handel antas først og fremst å være en adekvat reaksjon for instrumenter som er notert på et regulert marked.

Børsloven § 5-9 annet ledd innholder bestemmelser om at Kredittilsynet kan kreve suspensjon fra handel på børs. Bestemmelsen gjelder tilsvarende for handel på autorisert markeds plass, jf. børsloven § 6-8. Bestemmelsen er innført for å gjennomføre sammenliknbar bestemmelse i markedsmissbruksdirektivet, jf. dets art. 12 nr. 2 bokstav f). Utvalget legger til grunn at en tilsvarende bestemmelse må innføres i børsloven for å oppfylle direktivets krav om at kompetent myndighet skal kunne kreve strykning av finansielle instrumenter. Det vises til utredningen kapittel 7 og forslaget til ny § 2-22 i børsloven. Bestemmelsen omhandler etter forslaget både suspensjon og strykning.

Direktivets krav om strykning gjelder uavhengig av om det finansielle instrumentet er opptatt til handel på regulert marked eller om det handles på annen markeds plass. Direktivet benytter begrepet «trading arrangements» som ikke er nærmere definert. Utvalget legger til grunn at det omfatter MHF, systematisk internaliserer og andre handelssystemer. Det må vurderes konkret hva som ligger i «andre handelssystemer», jf. den danske direktivversjonen. Utvalget foreslår at det inntas en bestemmelse hvorved Kredittilsynet kan gi pålegg om at handel i bestemte finansielle instrumenter skal stoppes midlertidig eller permanent, jf. lovutkastet § 15-7 nytt syvende ledd. Bestemmelsen må tolkes under hensyn til direktivet art. 50 nr. 2 bokstav k).»

Høringsinstansenes merknader

ØKOKRIM legger til grunn at børsen beholder sin myndighet til å suspendere/stryke finansielle instrumenter fra handel i tillegg til Kredittilsynets nye kompetanse.

Justisdepartementet skriver følgende:

«Vi antar at Kredittilsynets kompetanse til å pålegge stans i handel med bestemte finansielle instrumenter, jf. forslaget til § 15-7 syvende ledd, ikke skal gjelde betingelsesløst. I så fall bør vilkår(ene) for utøvelse av denne kompetansen angis nærmere i bestemmelsen.»

Næringslivets Hovedorganisasjon uttaler:

«NHO legger også til grunn at børsen beholder sin myndighet til å suspendere og stryke finansielle instrumenter fra handelen, i tillegg til den nye kompetanse som legges til Kredittilsynet.»

Ingen av de øvrige høringsinstansene har hatt merknader til utvalgets forslag.

Departementets vurdering

MiFID art. 50 nr. 2 bokstav j) og k) inneholder krav om at tilsynsmyndigheten skal kunne kreve hhv. suspensjon og stryking av et finansielt instrument fra handel.

I direktivet art. 41 nr. 1 sies det for øvrig at operatøren av regulert marked kan suspendere eller stryke et finansielt instrument fra handelen uten at det berører tilsynsmyndighetens kompetanse etter art. 50 nr. 2 bokstav j og k. Etter art. 41 nr. 1 gjelder operatørens kompetanse dersom det finansielle instrumentet ikke lenger er i samsvar med reglene for det regulerte marked, med mindre det er sannsynlig at suspensjon eller stryking vil skade investorens interesser eller markedets funksjon. Det vises til nærmere omtale ovenfor i punkt 10.2.5. Tilsynsmyndighetens kompetanse til å beslutte suspensjon/strykning, vil således gjelde i tillegg til markedsplassens kompetanse, jf. også høringsuttalelsene til ØKOKRIM og Næringslivets Hovedorganisasjon om dette.

Når det gjelder suspensjon, jf. direktivet art. 50 nr. 2 bokstav j, har norsk rett allerede bestemmelser i gjeldende børslov § 5-9 annet ledd, jf. § 6-8, som implementerer en sammenlignbar bestemmelse fra markedsmisbruksdirektivet art. 12 nr. 2. Etter gjeldende børslov § 5-9 første ledd kan børsen vedta at et finansielt instrument skal suspenderes fra børsnotering dersom særlige grunner tilsier det, og det er påkrevd. Kredittilsynet kan etter bestemmelsens annet ledd beslutte at børs skal suspendere et finansielt instrument i medhold av første ledd. Børsloven § 5-9 gjelder etter gjeldende § 6-8 tilsvarende for handel på autorisert markedsplass.

Når det gjelder strykning av finansielle instrumenter fra regulerte markeder og annen markedsplass, jf. direktivet art. 50 nr. 2 bokstav k, kan børsen

etter gjeldende bestemmelse i børsloven § 5-8 vedta at et finansielt instrument skal strykes fra børsnotering hvis det ikke lenger tilfredsstiller vilkårene for opptak eller hvis særlige grunner for øvrig tilsier det. Kredittilsynet har ikke slik kompetanse etter gjeldende rett. Departementet er enig med utvalget i at det er et krav etter MiFID at tilsynsmyndigheten skal ha slik kompetanse, og at dette må lovefestes i ny lov om regulerte markeder. Departementet foreslår imidlertid visse endringer i forhold til utvalgets utkast, jf. nedenfor.

Utvalget har foreslått en ny bestemmelse i lov om regulerte markeder § 2-22 første ledd, der regulert marked skal kunne suspendere eller stryke et finansielt instrument hvis det ikke lenger tilfredsstiller vilkårene for opptak til handel eller særlige grunner tilsier det. Etter utvalgets forslag til lov om regulerte markeder § 2-22 første ledd annet punktum kan et finansielt instrument likevel ikke suspenderes eller strykes dersom dette kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller markedets oppgaver og funksjon. Dette er i samsvar med direktivet art. 41 nr. 1. Det vises til omtale av dette ovenfor i punkt 10.2.5.

Utvalget har videre foreslått at Kredittilsynet iht. til ny lov om regulerte markeder § 2-22 tredje ledd skal kunne beslutte at et regulert marked skal suspendere eller stryke et finansielt instrument i medhold av første ledd. Departementet er, som nevnt ovenfor, enig i at Kredittilsynet må gis hjemmel for strykning (i tillegg til at hjemmelen for suspensjon videreføres), men mener det er tvilsomt om det er i samsvar med direktivet dersom det oppstilles begrensninger i Kredittilsynets kompetanse i loven som går ut på at et finansielt instrument likevel ikke kan suspenderes eller strykes dersom dette kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller markedets oppgaver og funksjon. Direktivet art. 50 nr. 2 bokstav j og k inneholder ingen slike begrensninger, i motsetning til art. 41 nr. 1, som gjelder for markedsoperatøren. Departementet foreslår derfor at ny lov om regulerte markeder § 25 (jf. utvalgets utkast § 2-22) bygges opp på en noe annen måte enn utvalget har foreslått. Departementet foreslår at regulerte markeders kompetanse til å beslutte suspensjon og strykning reguleres i § 25 første ledd (jf. direktivet art. 41 nr. 1), og at det sies i bestemmelsens annet punktum at regulert marked likevel ikke kan suspendere eller stryke et finansielt instrument, hvis dette kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller markedets oppgaver og funksjon. Kredittilsynets kompetanse til medhold av direktivet art. 50 nr. 2 foreslås inntatt i lov om regulerte markeder § 25 tredje ledd slik: «Kre-

dittilsynet kan beslutte at et regulert marked skal suspendere eller stryke et finansielt instrument hvis det ikke lenger tilfredsstiller vilkårene for opptak til handel eller særlige grunner for øvrig tilsier det.» Kredittilsynets kompetanse er etter dette ikke begrenset i tilfeller der suspensjon og strykning kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller markedets oppgaver og funksjon. Justisdepartementet har påpekt at de antar at Kredittilsynets kompetanse ikke skal gjelde helt betingelsesløst. Departementet legger til grunn at det ikke er i strid med direktivet at kompetansen skal gjelde i tilfeller der et finansielt instrument ikke lenger tilfredsstiller vilkårene for opptak til handel, eller der det foreligger særlige grunner. Ytterligere begrensninger i kompetansen i loven vil etter omstendighetene kunne være i strid med direktivet.

Departementet antar at suspensjon og strykning først og fremst vil være aktuelt for instrumenter som er notert på et regulert marked. Av direktivets art. 50 nr. 2 k fremgår det imidlertid uttrykkelig at strykning skal kunne kreves både på regulert marked og annen markedsplass («other trading arrangements»). Utvalget har på denne bakgrunn foreslått en ny bestemmelse i ny vphl. § 15-7 sjuende ledd om at Kredittilsynet skal kunne gi pålegg om at handel i bestemte finansielle instrumenter skal stoppes midlertidig eller permanent. Departementet slutter seg til dette, men mener det også her bør tas inn i loven at Kredittilsynets kompetanse til å pålegge stans i handel med bestemte finansielle instrumenter kan foretas når «særlige grunner» tilsier det. Det vises også til Justisdepartementets høringsuttalelse om dette, jf. ovenfor. Departementet foreslår etter dette at Kredittilsynet skal kunne gi pålegg om at handel i bestemte finansielle instrumenter skal stoppes midlertidig eller permanent dersom særlige grunner tilsier det, jf. forslag til § 15-7 nytt sjuende ledd. Hjemmelen vil kunne brukes uavhengig av om det finansielle instrumentet er opptatt til handel på regulert marked, eller om det handles på annen markedsplass.

12.4.10 Anmeldelse av overtredelser og bistand fra revisorer mv.

Utvalgets forslag

Utvalgets forslag fremgår av utredningen punkt 9.3.3.8:

«Direktivets krav om at den kompetente myndigheten skal ha adgang til å henvise saker til strafferettslig forfølgning, jf. art. 50 nr. 2 bok-

stav l) og tillate at revisorer og andre eksperter utfører kontroll eller undersøkelser, jf. art. 50 nr. 2 bokstav m) antas tilstrekkelig gjennomført i kredittilsynsloven henholdsvis § 6 første ledd og § 2 femte ledd.»

Høringsinstansenes merknader

Ingen av høringsinstansene har uttalt seg om dette.

Departementets vurdering

I direktivet art. 50 nr. 2 bokstav l oppstilles krav om at tilsynsmyndigheten skal ha adgang til å henvise saker til strafferettslig forfølgning. Utvalget har lagt til grunn at det ikke er nødvendig med endringer i norsk rett for å gjennomføre direktivet på dette punkt, siden Kredittilsynet allerede har hjemmel i kredittilsynsloven § 6 første ledd til å anmelde overtredelser til påtalemyndigheten eller vedkommende offentlige myndighet som saken særskilt hører under. Departementet er enig i denne vurderingen, og det foreslås ikke lovendringer for å gjennomføre direktivet art. 50 nr. 2 bokstav l.

I direktivet art. 50 nr. 2 bokstav m er det krav om at tilsynsmyndigheten skal kunne la en revisor eller andre sakkyndige foreta kontroll eller undersøkelser. Dette er det allerede hjemmel for i kredittilsynsloven § 2 femte ledd, og departementet slutter seg til utvalgets vurdering om at norsk rett allerede er i samsvar med direktivet på dette punkt. Det foreslås ikke lovendringer om dette.

12.5 Taushetsplikt

12.5.1 Gjeldende rett

Utvalget har redegjort for gjeldende norsk rett i utredningen punkt 9.4.2:

«Det følger av kredittilsynsloven § 7 at Kredittilsynets styremedlemmer og tjenestemenn har taushetsplikt overfor uvedkommende om det som de får kjennskap til i sitt arbeid om en kundes forhold. De må heller ikke gjøre bruk av det i ervervsvirksomhet. Andre forhold som Kredittilsynet gjøres kjent med gjennom sin kontrollvirksomhet vil kunne være underlagt taushetsplikt etter forvaltningslovens bestemmelser, jf. forvaltningsloven § 13 flg.

Taushetsplikten etter kredittilsynsloven § 7 gjelder ikke overfor Norges Bank. Når det gjelder videreformidlet informasjon oppstiller sentralbankloven § 12 plikt for enhver som utfører tjeneste eller arbeid for sentralbanken, å hindre at andre får adgang eller kjennskap til det han i

forbindelse med tjenesten eller arbeidet får vite om bankens eller andres forretningsmessige forhold eller om noens personlige forhold. Taushetsplikten etter sentralbankloven § 12 gjelder ikke overfor Kredittilsynet. Forvaltningsloven § 13 annet og tredje ledd og § 13a til § 13e får anvendelse, jf. sentralbankloven § 12 tredje ledd.

Taushetsplikten etter kredittilsynsloven § 7 gjelder heller ikke overfor tilsynsmyndigheter i andre EØS-land som fører tilsyn som nevnt i kredittilsynsloven § 1 første ledd nr. 1-6 eller nr. 14, eller tilsyn med forvaltningsselskap for verdipapirfond. Taushetsplikten er heller ikke til hinder for at Kredittilsynet gir opplysninger til børs med tillatelse etter lov 17. november 2000 nr. 80 om børsvirksomhet m.m. § 2-1, verdipapirregister med tillatelse etter lov 5. juli 2002 nr. 64 om registrering av finansielle instrumenter § 3-1 eller oppgjørssentral med tillatelse etter lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel § 6-1, om forhold som er nødvendig for utførelsen av disse institusjonenes lovbestemte oppgaver. Departementet kan gi regler om at taushetsplikten ikke skal gjelde overfor tilsynsmyndigheter fra land utenfor EØS-området når disse fører tilsyn som nevnt i tredje punktum. Departementet kan videre gi nærmere regler om Kredittilsynets utveksling av opplysninger med de myndigheter og organer taushetsplikten ikke gjelder overfor. Slike regler er gitt i forskrift 30. november 1998 nr. 1102 om utveksling av opplysninger med tilsynsmyndigheter fra land i og utenfor EØS-området. Det følger av nevnte forskrift § 1 at Kredittilsynets taushetsplikt etter kredittilsynsloven § 7 og forvaltningsloven ikke gjelder overfor tilsynsmyndigheter i land utenfor EØS-området som fører tilsyn som nevnt i lov om tilsynet med kredittinstitusjoner, forsikringsselskaper og verdipapirhandel m.v. § 1 første ledd nr. 1-6 eller nr. 13, eller med forvaltningsselskap for verdipapirfond. Forskriften § 2 angir hvilke vilkår Kredittilsynet skal stille for utveksling av opplysninger med tilsynsmyndigheter fra et annet land i eller utenfor EØS. Etter forskriften § 3 kan opplysninger som Kredittilsynet har mottatt fra utenlandske tilsynsmyndigheter bare formidles videre med samtykke fra vedkommende myndighet og bare for de formål samtykket omfatter.

Videre vises til forskrift av 28. desember 1993 nr. 1257 om tilsyn med finansinstitusjoner og forvaltningsselskap som har hovedsete i annen EØS-stat og som driver virksomhet i Norge. Av forskriften § 3 fremgår det at Kredittilsynet skal utveksle opplysninger som er nødvendige for samarbeid med tilsynsmyndighetene i andre stater som er omfattet av EØS-avtalen, i den grad dette følger av EØS-avtalen vedlegg IX. Utvalget viser til at MiFID er en del av vedlegg IX til EØS-avtalen og dermed at

samarbeidsbestemmelsene i MiFID vil gjelde som følge av denne henvisningen i forskriften.»

Departementet har ingen merknader til utvalgets fremstilling av gjeldende rett.

12.5.2 EØS-rett

Utvalget har gjort rede for direktivets bestemmelser i utredningen punkt 9.4.1:

«MiFID art. 54 har bestemmelser om taushetsplikt for kompetent myndighet og enkelte andre. Bestemmelsen fastsetter utgangspunktet om taushetsplikt for fortrolig informasjon og i tillegg nærmere presiseringer og unntak fra denne taushetsplikten.

Art. 49 og 58 oppstiller nærmere regler om utveksling av informasjon, herunder taushetsbelagt informasjon, mellom kompetente myndigheter innen samme medlemsstat og mellom kompetente myndigheter i ulike EØS-stater. MiFIDs bestemmelser om taushetsplikt er i stor grad en videreføring av tilsvarende bestemmelser i ISD, med visse endringer, først og fremst av redaksjonell art.

Taushetsplikten gjelder etter art. 54 nr. 1 kompetente myndigheter, dens ansatte og tidligere ansatte og enheter som har fått tildelegert tilsynsmyndighet etter art. 48. Taushetsplikten gjelder «confidential information» (dansk: «fortrolige opplysninger») uten at dette begrepet er nærmere definert. Det fremgår uttrykkelig at resymeer og annen sammenfatning av informasjon hvor konkrete verdipapirforetak, markedsoperatører, regulerte markeder eller andre personer ikke kan identifiseres, ikke omfattes.

Taushetsplikten gjelder ikke informasjonen i saker som er underlagt strafferettslig forfølgning og når det følger av andre bestemmelser etter direktivet. I tråd med ISD åpner direktivet for videreformidling i nødvendig grad av informasjon som ikke gjelder tredjeparter og som er nødvendig i saker om konkurs eller tvangsavvikling av verdipapirforetak, men omfatter i tillegg slik informasjon om markedsoperatører og regulerte markeder, jf. MiFID art. 54 nr. 2.

Taushetsbelagt informasjon som mottas kan bare benyttes for utførelse av oppgaver og utøvelse av de funksjoner som tilligger organet; for kompetente myndigheter innenfor direktivets rammer og for andre organer, for det formål informasjonen er innhentet eller videreformidlet til dem, jf. MiFID art. 54 nr. 3.

Etter art. 49 skal kompetente myndigheter innen medlemsstaten samarbeide og utveksle all informasjon nødvendig eller relevant for utførelsen av deres funksjoner og plikter. Etter

art. 58 skal kompetente myndigheter i ulike medlemsstater også samarbeide og videreformidle slik informasjon. Kompetent myndighet som er utpekt som kontaktpunkt innen medlemsstaten etter art. 56 kan videreformidle informasjonen til andre kompetente myndigheter i medlemsstaten, og eventuelt andre etter samtykke fra den kompetente myndigheten informasjonen stammer fra. Andre enn kompetente myndigheter som mottar taushetsbelagt informasjon kan bare benytte denne til nærmere bestemte formål som er relevante for deres virksomhet, jf. art. 58 nr. 3. Direktivet må forstås slik at videreformidlingsplikten omfatter taushetsbelagt informasjon.

Etter art. 54 nr. 4 har mottakeren av taushetsbelagt informasjon som er videresendt også taushetsplikt i henhold til art. 54. Dette skal likevel ikke være til hinder for utveksling av informasjon i henhold til MiFID (dvs. ovennevnte regler) eller andre direktiver som gjelder verdipapirforetak, kredittinstitusjoner, pensjonsfond, forvaltningsselskaper for verdipapirfond, forsikrings- og gjenforsikringsmeglere, forsikringsselskaper, regulerte markeder eller markedsoperatører eller ved samtykke fra den kompetente myndigheten eller andre organer som videresendte informasjonen. Sistnevnte unntak fra taushetsplikten ved samtykke antas å knytte seg til samtykke etter art. 58 nr. 2.

Etter art. 58 nr. 5 er ikke art. 54 eller 58 til hinder for at kompetent myndighet videreformidler taushetsbelagt informasjon til nasjonalbanker i deres kapasitet som pengepolitiske myndigheter, eller til myndigheter med ansvar for tilsyn med betalings- og oppgjørssystemer.»

12.5.3 Utvalgets forslag

Utvalgets vurdering fremkommer i utredningen pkt. 9.4.3:

«Etter norsk rett er informasjon om kunders forhold, jf. kredittilsynsloven § 7, samt personlige forhold og forretningshemmeligheter, jf. forvaltningsloven § 13 første ledd nr. 1 og 2, underlagt taushetsplikt. Utvalget legger til grunn at nevnte bestemmelser til sammen utgjør direktivets avgrensning til «confidential information», jf. art. 54 nr. 1.

Når det gjelder revisorer og andre sakkyndige, samt granskningsutvalg som Kredittilsynet kan engasjere eller oppnevne iht. tilsynsloven § 2, vil disse måtte anses likestilt med tjenestemenn i Kredittilsynet i relasjon til taushetspliktreglene.

Utvalget legger i samsvar med vurderingene i Ot.prp. nr. 75 (1995-96) til grunn at administrasjonsstyre eller tingretten ikke vil anses som uvedkommende i kredittilsynslovens for-

stand og at de to instansene ikke kan antas å ha behov for fortrolige opplysninger som angår andre institusjoner enn den som er under avvikling. Når det gjelder disse instansenes taushetsplikt har domstolsloven § 63a en taushetspliktbestemmelse for dommere og andre som utfører tjeneste eller arbeid for et dommerkontor som sammenfaller med forvaltningsloven § 13 første ledd nr. 1 og 2 (noens personlige forhold og forretningshemmeligheter). Videre er organer i forbindelse med konkursbehandling underlagt taushetsplikt i henhold til konkursloven § 160 om skyldnerens personlige forhold og andres personlige forhold, i den utstrekning skyldneren ville hatt taushetsplikt om dette i medhold av lov. I forhold til offentlig administrasjon av verdipapirforetak som er kredittinstitusjon viser utvalget til at myndigheter og eventuelle eksperter vil være underlagt taushetsplikt og viser til fremstillingen ovenfor.

Som nevnt ovenfor (punkt 9.4.1), er det gitt regler om utveksling av informasjon med utenlandske tilsynsmyndigheter i forskrift 30. november 1998 nr. 1102. Utvalget legger til grunn at direktivforpliktelsene er tilstrekkelig gjennomført, og foreslår ingen endringer i gjeldende rett.»

12.5.4 Høringsinstansenes merknader

Advokatforeningen stiller spørsmål om direktivets art. 51 nr. 1 om taushetsplikt er fullt ut implementert i utvalgets forslag:

«I forslaget til § 15-6 vises det til Kredittilsynslovens regler om taushetsplikt, som gjelder «kundes forhold». Det kan spørres om dette er dekkende. Saken har betydning for Kredittilsynets mulighet til å offentliggjøre forhold vedrørende verdipapirforetakene. Vi vil på dette punktet anbefale Finansdepartementet om å foreta en nærmere kartlegging av hvilke former for informasjon som anses omfattet av taushetsplikten i ledende europeiske land.»

Kredittilsynet uttaler følgende vedrørende taushetsplikt:

«Direktivets art. 54 inneholder spesifikke bestemmelser om taushetsplikt for tilsynsmyndigheters ansatte mv. og nødvendige unntak fra slik taushetsplikt. Utvalget uttaler i pkt. 9.4.3 at når det gjelder revisorer og andre sakkyndige som er engasjert eller oppnevnt av Kredittilsynet i henhold til ktl. § 2, må disse anses likestilt med tjenestemenn i Kredittilsynet i relasjon til taushetspliktreglene.

Kredittilsynet legger til grunn at oppnevnte sakkyndige som utfører oppdrag innenfor Kredittilsynets arbeidsområde, uavhengig av kon-

traktsrettslig regulering av dette, etter gjeldende rett vil være underlagt forvaltningslovens regler om taushetsplikt, jf § 13 første ledd der det fremgår at «Enhver som utfører tjeneste eller arbeid for et forvaltningsorgan, plikter å hindre at andre får adgang eller kjennskap til det han i forbindelse med tjenesten eller arbeidet får vite om:...». Av fvl. § 13 tredje ledd følger det dessuten at taushetsplikten også gjelder etter at vedkommende har avsluttet arbeidet eller tjenesten, og at vedkommende ikke kan utnytte taushetsbelagte opplysninger som nevnt i bestemmelsen i egen virksomhet eller i tjeneste eller arbeid for andre. Kredittilsynet er imidlertid usikker på om det uten videre kan legges til grunn at oppnevnte sakkyndige ved utførelse av oppdrag innenfor Kredittilsynets arbeidsområde, i alle tilfeller vil være omfattet av tjenestemannsbegrepet i ktl. § 7 første ledd, og dermed være underlagt lovbestemt taushetsplikt om en tilsynsenhets kundes forhold. Overtredelse av denne taushetsplikten er straffebelagt, jf strl. § 121 første ledd, og tilsier at det må utvises forsiktighet med hensyn til å tolke § 7 første ledd utvidende eller analogisk. Normalt vil vel opplysninger om en tilsynsenhets kundes forhold omfattes av taushetspliktreglene i fvl. § 13 første ledd nr. 1 og 2. I så fall vil denne siden av taushetsplikten også pr. i dag være dekket i relasjon til oppnevnte sakkyndige mv., uavhengig av instruks eller avtalerettslig regulering. Kredittilsynet antar likevel at det vil samsvare best med direktivforpliktelsene om det presiseres i ktl. § 7 første ledd at taushetsplikten også gjelder for personer som nevnt i § 2 femte ledd: «Tilsynets styremedlemmer og tjenestemenn, herunder personer som nevnt i § 2 femte ledd, har taushetsplikt overfor ... ».

Når det gjelder gjennomføring av direktivbestemmelsene om utveksling av opplysninger med tilsynsmyndigheter i andre medlemsstater, jf art. 58, har utvalget vist til forskrift 30. november 1998 nr. 1102 om utveksling av informasjon med utenlandske tilsynsmyndigheter (her: forskriften), fastsatt med hjemmel i ktl. § 7. Kredittilsynet vil påpeke at unntaket i ktl. § 7 første ledd, 3. pkt. *ikke* omfatter tilsynsmyndighet for børser (regulert marked), jf ktl. § 1 første ledd nr. 10, og den nærmere reguleringen i forskriften kan dermed heller ikke dekke utveksling av informasjon med slik myndighet. Etter Kredittilsynets vurdering bør ktl. § 7 og nevnte forskrift endres til å omfatte tilsynsmyndighet for regulert marked for å sikre gjennomføring av direktivet. Ktl. § 1 første ledd, nr. 10 bør uansett endres til «regulerte markeder».

Kredittilsynet vil for øvrig foreslå at ordlyden i ktl. § 7 første ledd, 3. pkt. samtidig justeres noe. Det vises til at ktl. § 1 første ledd inne-

holder en oppstilling av tilsynsenheter ikke tilsynsoppgaver. Kredittilsynet foreslår på denne bakgrunn, ut fra rent språklige hensyn, at det i § 7 første ledd, 3. pkt. føyes til «... som fører tilsyn med foretak som nevnt i § 1 første ledd nr....etc.». Tilsvarende foreslås det at forskriften § 2 første ledd nr. 1 endres til: «Opplysningene kan bare brukes til å utføre tilsynsoppgaver knyttet til virksomheten i foretak som nevnt i kredittilsynsloven § 1 første ledd nr. 1-6, 10 eller nr. 14, eller i forvaltningsselskap for verdipapirfond». Videre antas det at henvisningen i forskriften § 1 og § 2 første ledd nr. 1 til ktl. § 1 første ledd nr. 13 er feil, og at korrekt henvisning skal være nr. 14.

Til utk. § 15-6 om Kredittilsynets taushetsplikt, bemerkes at første ledd bør innledes med de reelle pliktsubjektene, nemlig «Kredittilsynets styremedlemmer og tjenestemenn, herunder personer som nevnt i kredittilsynsloven § 2 femte ledd, ...».

Oslo Børs uttaler:

«I den utstrekning børsen skal ha delegerte oppgaver etter utkastet vil den være avhengig av å få nødvendige opplysninger fra aktører eller også fra Kredittilsynet uten hinder av Kredittilsynets taushetsplikt, jf utkastet § 15-6. Vi ber om at dette presiseres i bestemmelsen.»

Ingen av de øvrige høringsinstansene har merknader til utvalgets forslag.

12.5.5 Departementets vurdering

Departementet er enig med utvalget i at innholdet i direktivets krav om taushetsplikt for «confidential information» i art. 54 må antas å samsvare med det som etter norsk rett er taushetsbelagt i medhold av kredittilsynsloven § 7 (informasjon om en kundes forhold) og forvaltningsloven § 13 første ledd nr. 1 og 2 (personlige forhold og forretningshemmeligheter). Bestemmelsene i forvaltningsloven om taushetsplikt supplerer kredittilsynsloven § 7, jf. også forvaltningsloven § 13f, slik at Kredittilsynets styremedlemmer og tjenestemenn er underlagt taushetspliktbestemmelser både i kredittilsynsloven § 7 og forvaltningsloven § 13 flg.

Når det gjelder revisorer og andre sakkyndige som er oppnevnt eller engasjert av Kredittilsynet i medhold av kredittilsynsloven § 2 femte ledd, har utvalget lagt til grunn at disse er likestilt med tjenestemenn i Kredittilsynet mht. taushetsplikt. Kredittilsynet har i sin høringsuttalelse påpekt at revisorer og andre sakkyndige som er oppnevnt eller engasjert av Kredittilsynet i medhold av kredittilsynsloven § 2 femte ledd, er underlagt de alminnelige taushetspliktbestemmelsene i forvaltnings-

loven, men at det er usikkert om de faller inn under anvendelsesområdet for kredittilsynsloven § 7, som oppstiller taushetsplikt for informasjon om «en kundes forhold».

Departementet er enig med Kredittilsynet i at det ikke umiddelbart er klart om revisorer og andre sakkyndige som er oppnevnt eller engasjert av Kredittilsynet i medhold av kredittilsynsloven § 2 femte ledd faller inn under den persongruppen som har taushetsplikt i medhold av kredittilsynsloven § 7. De som har taushetsplikt etter kredittilsynsloven § 7 er «Tilsynets styremedlemmer og tjenestemenn». Departementet antar at forvaltningslovens taushetspliktbestemmelser om forretningshemmeligheter og personlige forhold nok i praksis også dekker de fleste opplysninger «om en kundes forhold», men mener det likevel bør presiseres i kredittilsynsloven § 7 første ledd første punktum at taushetsplikten for informasjon om en kundes forhold også gjelder for revisorer og personer med annen sakkyndighet som er engasjert i medhold av kredittilsynsloven § 2 femte ledd. På den måten sikrer man at taushetsplikten til revisorer og andre sakkyndige som er oppnevnt eller engasjert av Kredittilsynet i medhold av kredittilsynsloven § 2 femte ledd, er fullt ut sammenfallende med den taushetsplikt Kredittilsynets styremedlemmer og tjenestemenn har. Departementet foreslår etter dette at det sies uttrykkelig i gjeldende bestemmelse i kredittilsynsloven § 7 første ledd at taushetsplikten også gjelder for revisorer og personer med annen sakkyndighet som er engasjert i medhold av kredittilsynsloven § 2 femte ledd, jf. utkast til endringer i kredittilsynsloven § 7 første ledd første punktum i lovforslaget § 19-1 nr. 1. Det samme foreslås i bestemmelsen om taushetsplikt i ny vphl. § 15-6, som for øvrig viderefører gjeldende vphl. § 12-3.

Når det gjelder direktivets krav i art. 58 om utveksling av opplysninger med tilsynsmyndigheter i andre medlemsstater, har utvalget vist til forskrift 30. november 1998 nr. 1102 om utveksling av informasjon med utenlandske tilsynsmyndigheter, gitt med hjemmel i kredittilsynsloven § 7 første ledd tredje punktum. Utvalget har lagt til grunn at direktivets forpliktelser derved er gjennomført i norsk rett. Kredittilsynet har imidlertid i sin høringsuttalelse påpekt at denne forskriften ikke omfatter tilsynsmyndighet for børser/regulerte markeder, jf. at kredittilsynsloven § 7 første ledd tredje punktum ikke viser til kredittilsynsloven § 1 første ledd nr. 10 om børser og autoriserte markedsplasser. Kredittilsynet har foreslått at kredittilsynsloven § 7 første ledd tredje punktum og oven-

nevnte forskrift endres slik at tilsynsmyndighet for regulert marked omfattes.

Departementet slutter seg til Kredittilsynets forslag, og foreslår at kredittilsynsloven § 7 første ledd tredje punktum endres for å sikre gjennomføring av direktivets forpliktelser på dette punkt jf. lovforslaget § 19-1 nr. 1. Lovforslaget går ut på at kredittilsynsloven § 7 første ledd tredje punktum endres slik at taushetsplikten etter denne bestemmelse og forvaltningslovens bestemmelser heller ikke gjelder overfor andre EØS-staters tilsynsmyndigheter som fører tilsyn som nevnt i § 1 første ledd nr. 10. Nødvendige tilpasninger i forskrift kan foretas i tilknytning til det øvrige forskriftsarbeid som forutsettes i MiFID.

Dessuten foreslår departementet at kredittilsynsloven § 1 første ledd nr. 10 endres slik at tilsynsobjekter etter bestemmelsen blir «regulerte markeder» i stedet for «børser og autoriserte markedsplasser», i samsvar med terminologien i den nye loven.

For øvrig legger departementet til grunn at norsk rett er i samsvar med de aktuelle forpliktelsene i direktivet, og det foreslås ikke ytterligere lovendringer.

12.6 Sanksjoner og andre forvaltnings-tiltak

12.6.1 Gjeldende rett

Utvalget har beskrevet gjeldende rett i utredningen kapittel 9.5.2:

«Kredittilsynet kan gi pålegg om retting etter vphl. § 12-4 og børsloven § 8-4 dersom foretaket opptre i strid med lov eller forskrift gitt med hjemmel i lov. Pålegg om retting kan også gis dersom verdipapirforetak opptre i strid med interne retningslinjer og instruksjoner som nevnt i § 9-1 (eller «egne regler og forretningsvilkår», jf. børsloven § 8-4 første ledd). Hvis pålegg ikke blir etterkommet, kan departementet fastsette en daglig løpende mulkt inntil forholdet er rettet, jf. kredittilsynsloven § 10.

Regler om tilbakekall av tillatelse til å yte investeringstjenester er gitt i vphl. § 12-5. Etter børsloven § 2-3 kan tillatelse som børs og autorisert markedsplasse endres eller tilbakekalles. Bestemmelsen er langt på vei lik vphl. § 12-5.

Det er gitt regler om vinningsavståelse i vphl. § 14-2. Dersom det er oppnådd vinning ved en uaktsom eller forsettlig overtredelse av nærmere angitte bestemmelser i vphl. dagens §§ 2-3 første ledd, 2-4, 2-6, 2-7, 2-8, 2-9, 2-10, 2a-2 til 2a-6, 8-2 til 8-6, 9-2, 9-3, eller 9-4 annet ledd, jf. forskrifter gitt i medhold av disse bestem-

melsene, kan Kredittilsynet pålegge den som vinningen er tilfalt, helt eller delvis å avstå denne. Dette gjelder også når den som vinningen tilfaller, er en annen enn lovovertrederen. Dersom størrelsen av vinningen ikke kan godtgjøres, fastsettes beløpet skjønnsmessig.

Beslutning om vinningsavståelse anses ikke som enkeltvedtak etter forvaltningsloven. Dersom vinningsavståelsen ikke vedtas, kan Kredittilsynet innen tre måneder etter utløpet av vedtaksfristen reise sak mot vedkommende i den rettskrets der vedkommende kan saksøkes. Saken følger lov om rettergangsmåten for tvistemål.

Overtredelse av verdipapirhandellovens regler er straffesanksjonert etter bestemmelsene i vphl. § 14-3. Etter børsloven § 9-1 kan overtredelser av børsloven straffes.

Etter vphl. § 13-3 skal Kredittilsynet gi verdipapirforetak som yter investeringstjenester i henhold til § 7-7 (dvs. verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat) pålegg om retting, herunder opphør av virksomhet her i landet, dersom virksomheten drives i strid med lov eller forskrift. Før slike pålegg, skal tilsynsmyndigheten i verdipapirforetakets hjemstats varsles, og gis anledning til å treffe tiltak for å bringe det lovstridige forholdet til opphør.

Offentlighetsloven har regler om offentlighetens innsyn i forvaltningens dokumenter. Forvaltningsloven har bestemmelser om taushetsplikt på bakgrunn av blant annet forretningshemmeligheter og personlige forhold. Disse regelsettene vil regulere Kredittilsynets plikt og adgang til å offentliggjøre sine vedtak, herunder eventuelle sanksjoner.»

Departementet har ingen bemerkninger til utvalgets redegjørelse for gjeldende rett.

12.6.2 EØS-rett

Utvalget har redegjort for direktivets forpliktelser i utredningen punkt 9.5.1:

«Brudd på MiFID skal føre til illeggelse av sanksjoner. Direktivets hovedregel om sanksjoner følger av MiFID art. 51 nr. 1:

«Without prejudice to the procedures for the withdrawal of authorisation or to the right of Member States to impose criminal sanctions, Member States shall ensure, in conformity with their national law, that the appropriate administrative measures can be taken or administrative sanctions be imposed against the persons responsible where the provisions adopted in the implementation of this Directive have not been complied with. Member States shall

ensure that these measures are effective, proportionate and dissuasive.»

I art. 50 nr. 3 er det gitt regler om offentliggjøring av konkrete overtredelser, herunder sanksjonene som vil bli ilagt:

«Member States shall provide that the competent authority may disclose to the public any measure or sanction that will be imposed for infringement of the provisions adopted in the implementation of this Directive, unless such disclosure would seriously jeopardise the financial markets or cause disproportionate damage to the parties involved.»

Direktivets klare utgangspunkt er, som det fremgår, at tilsynsmyndigheten skal ha adgang til å offentliggjøre tiltak eller sanksjoner som fattes på bakgrunn av en overtredelse. Unntaket fra tilsynsmyndighetenes offentliggjøringsadgang er snevert, jf. «seriously jeopardise».

Sanksjonsreglene i MiFID er langt på vei utformet på samme måte som sanksjonsreglene i markedsmissbruksdirektivet art. 14. En lignende regel finnes også i transparencydirektivet art. 28, jf. utredningen del 2.»

12.6.3 Utvalgets forslag mv.

Utvalgets vurdering fremgår av utredningen pkt. 9.5.3:

«Direktivet krever at det i samsvar med nasjonal rett innføres passende administrative sanksjoner («sanctions») eller andre tiltak («measures») for å sikre overholdelse av nasjonale bestemmelser som gjennomfører direktivet. Sanksjonene skal være effektive, forholdsmessige og preventive. Direktivet begrenser ikke medlemsstatenes adgang til å fastsette strafferettslige sanksjoner.

Etter utvalgets syn kan gode grunner tale for at det på verdipapiriområdet bør innføres administrative gebyrer ved mindre alvorlige overtredelser av regelverket. Utvalget antar at vesentlige brudd, som i dag, bør være straffesanksjonert. I NOU 2003: 15 (sanksjonslovutvalget) drøftes innføringen av administrative sanksjoner på generelt grunnlag. I utredningen er det foreslått prosessuelle regler i forvaltningsloven og materielle regler i blant annet verdipapirhandelloven for så vidt gjelder brudd på meldeplikten til såkalte primærinnsidere, jf. vphl. dagens § 3-1.

Kredittilsynet har ved brev av 31. oktober 2005 til Finansdepartementet oversendt et høringsnotat med forslag om innføring av gebyr ved overtredelse av enkelte bestemmelser i verdipapirhandelloven. De prinsipielle vurderingene i NOU 2003: 15 er lagt til grunn i hørings-

notatet. Kredittilsynet foreslår i høringsnotatet blant annet ny § 14-4 i vphl. som skal gi tilsynet adgang til å ilegge overtredelsesgebyr ved forsattlig eller uaktsom overtredelse av enkelte av atferdsreglene i vphl. kapittel 2 og § 12-1 tredje ledd om finansiell rapportering. Kredittilsynet foreslår også enkelte andre lovendringer, blant annet i eksisterende straffebestemmelse i verdipapirhandeloven, for å avkriminalisere overtredelser hvor adgang til å ilegge overtredelsesgebyr kan sikre tilstrekkelig etterlevelse og at vinningsavståelse etter vphl. § 14-4 skal anses som enkeltvedtak etter forvaltningsloven. Finansdepartementet har sendt forslaget på høring ved brev 13. desember 2005, med høringsfrist 13. mars 2006.

Utvalget foreslår at det innføres en ny § 17-4 etter mønster av Kredittilsynets forslag til administrativ sanksjonsbestemmelse. Forslaget omfatter brudd på vphl. dagens § 3-2 (ny § 4-2) om flagging, samt § 12-1 tredje ledd (ny § 15-1 tredje ledd) om finansiell rapportering, jf. utredningen kapittel 21.

Etter utvalgets syn bør det på et senere tidspunkt vurderes om Kredittilsynet skal ha adgang til å sanksjonere andre brudd på verdipapirhandeloven. Mer konkret bør det vurderes om overtredelse av bestemmelser som gjennomfører MiFID skal kunne foranledige en administrativ sanksjon, for eksempel brudd på reglene om verdipapirforetaks organisering og virksomhet. Utvalget antar at disse spørsmålene bør vurderes sammen med den generelle oppfølgingen av NOU 2003: 15.

Utvalget ser ikke behov for endringer i gjeldende regler om offentliggjøring eller taushetsplikt som følge av direktivet. Det vises til lovutkastet § 17-4.»

12.6.4 Forslag i høringsnotat av 31. oktober 2005 utarbeidet av Kredittilsynet

I tillegg til utvalgets forslag har Kredittilsynet, som det fremgår ovenfor, utarbeidet et høringsnotat av 31. oktober 2005 med forslag om innføring av gebyr ved overtredelse av følgende bestemmelser i gjeldende verdipapirhandellov:

- § 2-3 første ledd (forbud mot innsidehandel)
- § 2-4 (taushetsplikt og tilbørlig informasjons-håndtering)
- § 2-5 (utstederselskapets plikt til å føre lister)
- § 2-6 (primærinnsideres undersøkelsesplikt)
- § 2-7 (forbud mot rådgivning)
- § 2-8 (markedsmanipulasjon)
- § 2-9 (urimelige forretningsmetoder)
- § 2-10 (investeringsanbefalinger)
- § 3-1 og § 3-3 første ledd (primærinnsiders meldeplikt)

- § 12-1 tredje (finansiell rapportering)

Kredittilsynets forslag ble sendt på høring av departementet 13. desember 2005 med høringsfrist 13. mars 2006.

12.6.5 Høringsinstansenes merknader

Merknader til utvalgets forslag

ØKOKRIM uttaler følgende:

«ØKOKRIM er enig med utvalget i at gode grunner taler for innføring av administrative gebyrer ved overtredelser av enkelte av verdipapirhandelovens bestemmelser, jf. punkt 9.5. Vi viser til vår høringsuttalelse til Finansdepartementet 17. mars i år. Vi vil imidlertid fremheve at etter vårt syn er ikke de prinsipielle vurderingene i Sanksjonsutvalgets utredning (NOU 2003:15) fullt ut lagt til grunn i Kredittilsynets høringsnotat. Som nærmere gjennomgått i vår høringsuttalelse, mener vi det er hensiktsmessig at Kredittilsynet gis sanksjonskompetanse for mer formelle overtredelser, men ikke for brudd på de mer alvorlige kjernebestemmelsene i vphl kap 2. Etter vår mening utgjør både overtredelse av flaggeplikten og brudd på reglene om finansiell rapportering formelle overtredelser som egner seg for administrative sanksjoner, med unntak av de grovere brudd som fremdeles bør være straffesanksjonerte. Vårt prinsipielle syn for øvrige, som fremhevet i nevnte høringsuttalelse, at spørsmålet om sanksjonskompetanse bør avvende den endelige oppfølgingen av Sanksjonsutvalgets utredning, slik at man får en grundig og helhetlig vurdering av spørsmålene.»

Norges Bank viser til at de i forbindelse med høringen av Kredittilsynets forslag om overtredelsesgebyr av 31. oktober 2005, støttet dette. Videre skriver Norges Bank:

«I forslaget til ny lov om regulerte markeder videreføres i § 2-28 bestemmelsen i gjeldende børslov § 5-12 om overtredelsesgebyr. Etter denne kan børsen, og andre regulerte markeder, ilegge overtredelsesgebyr ved brudd på loven, tilhørende forskrifter mv. Utvalget kan ikke ses å ha drøftet dette nærmere, jf. utredningen side 260, jf. side 174-175. Etter Norges Banks syn bør det nå vurderes om det er grunn til å videreføre en slik offentligrettslig sanksjonskompetanse til børser og regulerte markeder, som nå er private aksjeselskaper og kommersielle aktører i markedene. Betenkelighetene ved dette er drøftet av sanksjonsutvalget i NOU 2003:15 Fra bot til bedring, særlig

side 239 til 240. Børsenes rolle og ansvar for regelverkshåndheving mv. er forøvrig vesentlig endret siden forrige revisjon av børsloven. Dette gjelder også Kredittilsynets rolle og tilsynsoppgaver på disse områdene og overfor børsen mm. Departementet bør nå ta stilling til om denne sanksjonskompetansen bør revurderes, og herunder om den bør legges til offentlige organer som Kredittilsynet.

Uansett mener Norges Bank det må fastsettes klart at betaling av ilagte overtredelsesgebyrer ikke skal tilfalle børsen eller markedet, men statskassen. Det synes i dag klart uheldig at det sanksjonerende organ skal ha direkte økonomisk interesse i omfanget av gebyrilegelsene.»

Næringslivets Hovedorganisasjon uttaler:

«Når det gjelder sanksjoner, foreslår utvalget administrative gebyrer ved overtredelse av enkelte av verdipapirhandellovens bestemmelser. Dette støtter NHO. Etter vår mening bør overtredelse av flaggeplikt og reglene om finansiell rapportering underlegges slike sanksjoner, fremfor straffesanksjoner. Grunnleggende krav til rettssikkerhet, herunder muligheten til å klage til overordnede myndigheter, må imidlertid hensyntas ved utformingen av bestemmelsene.»

Ingen av de øvrige høringsinstansene har merknader til utvalgets forslag.

Kort oppsummering av høringsinstansenes merknader til Kredittilsynets høringsnotat av 31. oktober 2005

Når det gjelder Kredittilsynets forslag om overtredelsesgebyr i høringsnotat av 31. oktober 2005, kan høringsinstansenes merknader oppsummeres som følger:

Fem av de ni høringsinstansene som hadde merknader til forslaget (*Advokatforeningen, Finansnæringens Hovedorganisasjon (FNH), Sparebankforeningen, Norges Fondsmeglerforbund og ØKOKRIM*) har uttalt at de mener spørsmålet om å innføre gebyr ved overtredelse av verdipapirhandelloven bør utstå til NOU 2003: 15 Sanksjonsutvalgets utredning er fulgt opp gjennom en lovproposisjon. Dette begrunnes bl.a. med behovet for en generell avklaring om i hvilken utstrekning overtredelsesgebyr og andre forvaltningsrettslige sanksjoner bør erstatte eller supplere strafferettslige sanksjoner, behovet for en mer prinsipiell vurdering av spørsmålet og behov for utfyllende saksbehandlingsregler.

Fire av høringsinstansene har ikke uttalt seg uttrykkelig om tidspunkt for gjennomføring.

Når det gjelder det materielle i forslaget, går ingen av høringsinstansene uttrykkelig mot en ordning med overtredelsesgebyr, men både Advokatforeningen, FNH, Sparebankforeningen, Norges Fondsmeglerforbund, *Oslo Børs* og ØKOKRIM har gitt uttrykk for at overtredelsesgebyr bør forbeholdes mindre alvorlige overtredelser av lovgivningen, som for eksempel brudd på reglene om meldeplikt. Mer alvorlige overtredelser og overtredelser som byr på skjønnsmessige vurderinger, egner seg ikke uten videre for sanksjonering gjennom overtredelsesgebyr.

Forsvarsdepartementet og *Norges Bank* støtter forslagene i høringsbrevet.

12.6.6 Departementets vurdering

Direktivet art. 51 oppstiller krav om at brudd på bestemmelser gitt for gjennomføring av direktivet skal kunne føre til administrative sanksjoner eller andre administrative tiltak («measures»). Det sies ikke noe i direktivet om hvilke konkrete former for administrative sanksjoner eller tiltak som skal kunne ilegges, men direktivet inneholder et generelt krav om at sanksjonene og tiltakene skal være effektive, stå i rimelig forhold til overtredelsen og at de skal ha en avskrekkende effekt.

Som det fremgår ovenfor under punkt 12.6.1 om gjeldende rett, er det allerede en rekke hjemler i norsk rett for administrative tiltak og sanksjoner, herunder tilbakekall av tillatelse, pålegg om retting, daglig løpende mulkt, vinningsavståelse mv. I tillegg kommer reglene om straff, jf. gjeldende verdipapirhandellov § 14-3 og børslov § 9-1. Utvalget har foreslått at det i tillegg til gjeldende administrative tiltak og sanksjoner, som foreslås videreført, innføres en ordning i ny vphl. § 17-4 med overtredelsesgebyr ved brudd på reglene om flagging og brudd på reglene om finansiell rapportering. For øvrig har utvalget antatt at de mer vidtgående forslagene i høringsnotat fra Kredittilsynet datert 31. oktober 2005, bør vurderes sammen med den generelle oppfølgingen av Sanksjonslovutvalgets utredning publisert i NOU 2003:15, jf. ovenfor.

Departementet slutter seg i all hovedsak til utvalgets forslag når det gjelder sanksjoner og andre administrative tiltak.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at det i tillegg til gjeldende sanksjoner og forvaltningstiltak som videreføres i ny lov, bør innføres en ny lovbestemmelse som gir Kredittilsynet hjemmel til å kunne ilegge overtredelsesgebyr ved brudd på visse regler, men foreslår visse mindre utvidelser og tillegg sammenlignet med utvalgets forslag. Utvalget har foreslått at slikt gebyr bør

kunne ilegges ved overtredelse av reglene om flagging i vphl. § 4-2 og reglene om finansiell rapportering i vphl. § 15-1 tredje ledd. Departementet er enig med utvalget i at overtredelse av disse bestemmelsene bør kunne sanksjoneres med overtredelsesgebyr. Departementet mener videre at også overtredelse av vphl. § 4-3 annet ledd om krav til innhold i flaggemelding, bør kunne medføre overtredelsesgebyr, i tillegg til reglene om flagging i § 4-2. Det er etter departementet syn naturlig disse to bestemmelsene behandles på lik måte når det gjelder overtredelsesgebyr, jf. utkast til ny vphl. § 17-4 første ledd.

Departementet foreslår i tillegg at Kredittilsynet også skal kunne legge overtredelsesgebyr ved brudd på reglene i vphl. §§ 5-2 og 5-3 om løpende informasjonsplikt, jf. forslag til ny vphl. § 17-4 tredje ledd. Bakgrunnen for dette er omtalt nærmere nedenfor under punkt 22.2.5.

Etter departementets syn er de ovennevnte overtredelsene som foreslås sanksjonert med overtredelsesgebyr, ofte mindre alvorlige overtredelser av loven, og overtredelsesgebyr vil kunne være en effektiv, egnet og forholdsmessig sanksjon.

Grove eller gjentatte overtredelser av reglene om flagging kan for øvrig føre til straff, jf. forslag til ny vphl. § 17-3 tredje ledd. Departementet finner det ikke naturlig å si uttrykkelig i loven at det er ved mindre alvorlige overtredelser av reglene om flagging at overtredelsesgebyr er en egnet reaksjon, men legger til grunn at det er de tilfellene av overtredelser av reglene om flagging som ikke er grove eller gjentatte overtredelser, som i praksis vil bli sanksjonert med overtredelsesgebyr.

Det foreslås i ny vphl. § 17-4 at både forsettlig og uaktsomme overtredelser skal omfattes. Det foreslås også å lovfeste at Kredittilsynet ved utmåling av overtredelsesgebyr særlig skal legge vekt på overtredelsens omfang og virkninger, samt graden av utvist skyld, se ny vphl. § 17-4 fjerde ledd. Dessuten foreslås det å fastsette i lovteksten at overtredelsesgebyr tilfaller statskassen, se forslag til ny vphl. § 17-4 fjerde ledd.

Departementet foreslår videre at endelig vedtak om overtredelsesgebyr skal være tvangsgrunnlag for utlegg, jf. ny vphl. § 17-4 femte ledd.

Dessuten foreslår departementet at søksmål mot vedtak om overtredelsesgebyr ikke skal kunne reises før klageadgangen er utnyttet, jf. ny vphl. § 17-4 sjette ledd.

Departementet er for øvrig enig med utvalget og et flertall av høringsinstansene i at man bør avvente oppfølgingen av Sanksjonsutvalgets utredning i NOU 2003: 15 før man tar stilling til om over-

tredelsesgebyr bør være en sanksjon for andre overtredelser ut over de ovenfor nevnte tilfellene. Sanksjonsutvalget har foreslått at forvaltningsloven utbygges med et nytt kapittel med generelle bestemmelser om administrative sanksjoner for å legge til rette for et generelt, helhetlig og fleksibelt sanksjonssystem, herunder at det gis generelle regler om saksbehandling, vern mot selvinkriminering, klage, adgang til domstolsprøving mv. Utredningen er ikke fulgt opp med noen lovproposisjon så langt. Spørsmålet om å innføre overtredelsesgebyr for mer alvorlige overtredelser av verdipapirhandeloven reiser såpass prinsipielle spørsmål at det etter departementets syn bør vurderes i sammenheng med oppfølgingen av Sanksjonsutvalgets utredning. I Sanksjonsutvalgets utredning fremgår det for øvrig også at man ser for seg en prosess i tre trinn, der først det generelle grunnlaget for gjennomføring av et administrativt sanksjonssystem etableres ved endringer av forvaltningsloven, straffeloven mv. og at man deretter innfører dette i ny lovgivning og i eksisterende særlover. Departementet vil derfor vurdere om overtredelsesgebyr bør innføres for flere typer overtredelser når det generelle regelverket er på plass. Departementet vil i den anledning også kunne vurdere den nærmere regulering av regulerte markeders sanksjonskompetanse, jf. bl.a. Norges Banks høringsuttalelse om dette ovenfor under punkt 12.6.5.

I likhet med utvalget ser departementet ikke behov for endringer i gjeldende regler om offentliggjøring som følge av direktivet art. 51 nr. 3, jf. utvalgets vurdering av dette i punkt 12.6.3 ovenfor, som departementet slutter seg til.

12.7 Begrunnelse, domstolsprøving, utenrettslige klageordninger og taushetsplikt

12.7.1 Begrunnelse og domstolsprøving

Gjeldende rett

Utvalget har gjort rede for gjeldende norsk rett i utredningen punkt 9.6.1.2:

«Det er gitt regler om klageadgang for enkeltvedtak i forvaltningsloven og om domstolsprøving av forvaltningsvedtak i tvistemålsloven kapittel 30.

Etter forvaltningsloven § 28 kan enkeltvedtak påklages av en part eller annen med rettslig klageinteresse i saken til det forvaltningsorgan (klageinstansen) som er nærmest overordnet det forvaltningsorgan som har truffet vedtaket (underinstansen).

Ifølge tvistemålsloven § 54 kan det reises søksmål om fastsettelsesdom under forutsetning av at saksøker har rettslig interesse.»

Departementet har ingen merknader til utvalgets fremstilling av gjeldende rett.

EØS-rett

Utvalget har redegjort for direktivets forpliktelser i utredningen punkt 9.6.1.1:

«Det følger av MiFID art. 52 nr. 1 at enhver avgjørelse i henhold til bestemmelser som er vedtatt for gjennomføring av direktivet skal være tilstrekkelig begrunnet og kunne prøves for domstolene. Adgangen til domstolsprøving skal også gjelde dersom det ikke er truffet en avgjørelse senest seks måneder etter at fullstendig opplyst søknad om tillatelse ble mottatt.

Etter art. 52 nr. 2 skal visse organer eller organisasjoner kunne bringe en sak inn for domstolene eller kompetente administrative myndigheter for å sikre at nasjonale bestemmelser for gjennomføring av direktivet blir etterfulgt. Direktivet angir følgende organer:

- «(a) public bodies or their representatives;
- (b) consumer organisations having a legitimate interest in protecting consumers;
- (c) professional organisations having a legitimate interest in acting to protect their members.»

Utvalgets forslag

Utvalgets forslag fremgår av utredningen punkt 9.6.1.3:

«Vedtak etter verdipapirhandelloven er enkeltvedtak som følger saksbehandlingsreglene i forvaltningsloven §§ 24 og 25, og reglene om domstolsprøving av forvaltningsvedtak i tvistemålsloven kapittel 30. Utvalget legger til grunn at det vil være i samsvar med direktivet at vedkommende uttømmer sin administrative klageadgang før det blir adgang til domstolsprøving.

Etter vphl. § 7-3 fjerde ledd skal vedtak om tillatelse meddeles søker snarest mulig og senest seks måneder etter at fullstendig søknad ble mottatt. Utvalget legger til grunn at Kredittilsynets manglende oppfyllelse av fristen vil kunne innklages for domstolen.

Utvalget legger til grunn at direktivets krav er oppfylt og det foreslås ingen regelendringer på dette punkt.»

Høringsinstansenes merknader

Ingen av høringsinstansene har uttalt seg om dette.

Departementets vurdering

Departementet legger til grunn at norsk rett må anses å være i samsvar med direktivet art. 52 og foreslår ingen endringer her. Det vises til utvalgets vurdering ovenfor. Departementet legger til grunn at direktivets krav er oppfylt på dette punkt.

12.7.2 Utenrettslige klageorganer

Gjeldende rett, EØS-rett og utvalgets forslag

Utvalget har redegjort for gjeldende norsk rett, EØS-rett og utvalgets egen vurdering samlet i utredningen punkt 9.6.2:

«Etter art. 53 nr. 1 skal medlemsstatene oppmuntre/tilskynde til at det etableres effektive prosedyrer for behandling av klager og tvister mellom forbrukere og verdipapirforetak i anledning foretakets yttelse av investeringstjenester og tilknyttede tjenester. Myndighetene sikrer at slike organer ved lov eller forskrift ikke forhindres i å samarbeide effektivt om løsninger ved grenseoverskridende tvister, jf. art. 53 nr. 2.

Fondsmeglerforbundets Etske Råd består blant annet av et Klageråd. Klagerådet behandler klager mot medlemsforetak fra kunder og fra annet medlemsforetak. I grove tilfeller av brudd på etiske normer eller Fondsmeglerforbundets anbefalinger kan Rådet ilegge medlemsforetakene bøter.

Bankklagenemnda er en privat etablert klagenemd med vedtekter godkjent ved kgl. res. 19. mai 2000. Nemnda behandler tvister som vedrører privatpersoners kontraktsforhold med en bank, finansieringsselskap, kredittforetak, forvaltningsselskap for verdipapirfond eller utenlandsk kreditt- eller finansinstitusjon som tilbyr tilsvarende tjenester til forbrukere i Norge.

Norske Finansanalytikerens Forening (NFF) har vedtatt Etske Regler og opprettet en Etsk Komité. Etsk Komité behandler klager om brudd på NFFs Etske Regler og/eller offentligrettslig lovgivning fremsatt av NFFs styre, finansanalytiker eller annen som har rettslig interesse.

Utvalget viser til at det eksisterer flere utenrettslige klageorganer i Norge på områder MiFID regulerer, jf. ovenfor. Utvalget legger til grunn at disse organenes virkemidler er tilstrekkelige i forhold til direktivets oppfordring

om at det skal etableres utenomrettslige ordninger for klager fra investorer.»

Høringsinstansenes merknader

Ingen av høringsinstansene har uttalt seg om dette.

Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets vurdering om at direktivet ikke fordrer endringer i norsk rett, og foreslår ikke lovendringer på dette punkt.

12.8 Tilsyn med organisatoriske og operasjonelle krav

12.8.1 Gjeldende rett

I utredningen punkt 9.7.2 har utvalget gjort rede for gjeldende norsk rett:

«ISD art. 8 nr. 1 og 2 er gjennomført i norsk rett ved ulike bestemmelser i kredittilsynsloven og verdipapirhandelloven. Kredittilsynet er pålagt å føre tilsyn med verdipapirforetak etter kredittilsynsloven § 3 første ledd og vphl. § 12-1 annet ledd og handelen med finansielle instrumenter generelt etter vphl. § 12-1 første ledd. Etter kredittilsynsloven § 3 annet og tredje ledd og vphl. § 12-2 første ledd har foretakene, subsidiært dets tillits- og tjenestemenn, en opplysningsplikt overfor tilsynet om forhold som angår dets forretning og virksomhet, herunder plikt til å utlevere dokumentasjon. Videre har revisor rapporteringsplikt til Kredittilsynet etter kredittilsynsloven § 3a.

Kredittilsynet har vphl. § 12-4 kompetanse til å gi verdipapirforetak pålegg om retting dersom foretaket opptrer i strid med lov eller forskrift gitt med hjemmel i lov. Pålegg om retting kan også gis dersom verdipapirforetak opptrer i strid med interne retningslinjer og instruksjoner som nevnt i vphl. § 9-1. Tilsvarende gjelder dersom verdipapirforetakets ledelse eller styre ikke oppfyller kravene til hederlig vandel og erfaring. Kredittilsynet har videre etter kredittilsynsloven § 4 kompetanse til å pålegge foretakene å innrette internkontroll, revisjon, årsregnskap og registrering av regnskapsopplysninger på bestemt måte, å ha en høyere ansvarlig kapital enn de lovbestemte minstekrav eller å rette på forholdet dersom en institusjons organer ikke har overholdt sine plikter i henhold til bestemmelser gitt i eller i medhold av lov, eller handlet i strid med konsesjonsvilkår. Det samme gjelder dersom institusjonens organer ikke har overholdt

vedtekter eller interne retningslinjer fastsatt etter bestemmelser gitt i eller i medhold av lov.

Etter vphl. § 12-2 annet ledd skal foretakene straks gi melding til Kredittilsynet dersom det inntreffer forhold som medfører risiko for at foretaket ikke vil kunne oppfylle de fastsatte kapitalkrav, eller det oppstår andre forhold som kan innebære stor risiko knyttet til driften av foretaket.

Verdipapirforetak skal opplyse Kredittilsynet om skifte av ledere som nevnt i § 7-2 annet ledd. For verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjon, gjelder opplysningsplikten også ved endringer i sammensetningen av selskaps styre. Etter vphl. § 7-4 kan erverv av betydelig eierandel i verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjon bare gjennomføres etter at melding er sendt til Kredittilsynet. Avhendelse av eierandel, som medfører at gjenværende eierandels størrelse kommer under grensen, er også underlagt meldeplikt.

Dersom en aksjeeier med betydelig eierandel ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket, eller det ikke er gitt melding i samsvar med § 7-4 eller ervervet i strid med pålegg, kan Kredittilsynet gi pålegg om at stemmeretter knyttet til aksjene ikke kan utøves, jf. vphl. § 12-4 fjerde ledd.

I tillegg rapporterer verdipapirforetakene månedlig, men foretak som kun har konsesjon til å yte investeringstjeneste etter vphl. § 1-2 første ledd nr. 3 og/eller nr. 5 rapporterer kvartalsvis, om kapitaldekning etter forskrift av 15. november 1996 nr. 1130. Opplysninger knyttet til foretakets organisasjon, utført virksomhet, tall for omsetning av enkelte finansielle instrumenter, resultatregnskap, balanse, klientmidler og -gjeld, trekkrettigheter i bank mv., aktiv forvaltning samt utestående derivatkontrakter rapporteres kvartalsvis etter forskrift om kvartalsoppgave for verdipapirforetak av 18. mars 1997 nr. 1053. Store engasjementer rapporteres kvartalsvis, men slik at foretak med konsesjon til å yte investeringstjeneste etter vphl. § 1-2 første ledd nr. 3 rapporterer årlig og nr. 5 ikke rapporterer, etter forskrift av 23. april 1997 nr. 376, jf. forskrift av 10. desember 1997 nr. 1388 om store engasjementer.

Børsloven kapittel 8 har regler om tilsyn med børser og autoriserte markedsplasser. I kredittilsynsloven § 1 er børser og autoriserte markedsplasser opplistet som tilsynsinstitusjoner. Kredittilsynet vil som følge av bestemmelsene kunne gjennomføre tilsynet på flere måter, for eksempel ved dokumentbasert eller stedlig tilsyn.

I børsloven § 8-2 første ledd er det regler om opplysningsplikt:

«Børs, autorisert markedsplass og selskap i samme konsern som slike, har plikt til å gi de opplysninger som Kredittilsynet krever om forhold som angår foretakets virksomhet, samt til å fremvise og utlevere til Kredittilsynet dokumentasjon som angår virksomheten.»

Etter annet ledd har børser og autoriserte markedsplasser meldeplikt til Kredittilsynet dersom det inntreffer forhold som medfører risiko for at foretaket ikke vil kunne oppfylle de fastsatte krav til ansvarlig kapital og likviditet, eller det oppstår andre forhold som kan innebære betydelig risiko knyttet til driften av foretaket. Utstedere av finansielle instrumenter som er børsnotert har etter § 8-2 tredje ledd opplysningsplikt overfor Kredittilsynet.

Kredittilsynet kan etter børsloven § 8-4 første ledd gi pålegg om retting:

«Kredittilsynet kan gi børs eller autorisert markedsplass pålegg om retting dersom foretaket opptrer i strid med lov eller bestemmelser gitt med hjemmel i lov eller egne regler og forretningsvilkår. Tilsvarende gjelder dersom foretakets ledelse eller styremedlemmer ikke oppfyller kravene til hederlig vandel og erfaring som fastsatt i § 3-2 annet ledd.»

I § 8-4 annet ledd er det gitt en tilsvarende regel som i vphl. § 12-4 fjerde ledd hvorved stemmeretter til en aksjeeier som ikke anses skikket, kan suspenderes. Det vises til utredningen kapittel 3 der denne bestemmelsen er drøftet.»

Departementet har ingen merknader til utvalgets fremstilling av gjeldende rett.

12.8.2 EØS-rett

Utvalget har redegjort for direktivets forpliktelser når det gjelder verdipapirforetak i utredningen punkt 9.7.1.1:

«Art. 16 og 17 stiller krav til at kompetent myndighet løpende fører tilsyn med at verdipapirforetakene oppfyller de organisatoriske og operasjonelle kravene. Art. 16 og art. 17 er i stor grad en videreføring av ISD art. 8 nr. 1 og 2.

Etter art. 16 skal det føres kontroll med at konsesjonskravene er oppfylt til enhver tid; dvs. kravene i art. 9 til foretakets ledelse, art. 10 til aksjonærer med kvalifisert eierandel, art. 11 til at verdipapirforetaket er medlem av en investorgarantiordning, art. 12 til foretakets kapital og art. 13 til organisering av virksomheten. Det skal etableres hensiktsmessige metoder for å føre tilsyn med at verdipapirforetakene oppfyller konsesjonskravene, herunder krav til at verdipapirforetakene melder fra om vesentlige endringer av betingelsene for tillatelsen.

Etter art. 17. skal det føres kontroll med at de operasjonelle kravene til verdipapirforetakene er oppfylt til enhver tid. Dette omfatter håndtering av interessekonflikter, jf. § 18, investorbeskyttelsesregler, herunder kravene i art. 19 om god forretningsskikk, art. 21 om beste resultat ved utførelse av kundeordre og art. 22 om ordrebehandling, samt kravene som er oppstilt i art. 25 flg. for å sikre markedsgjennomsiktighet og -integritet. Det skal etableres hensiktsmessige foranstaltninger for å sikre kompetent myndighet tilgang til de opplysninger som er nødvendig for å vurdere overholdelse av disse kravene.

Etter art. 16 nr. 3 og 17 nr. 2 kan medlemsstatene gi kompetent myndighet adgang til å delegere administrative, forberedende og tilknyttede oppgaver knyttet til kontrollen av om konsesjonskravene og de operasjonelle kravene til enhver tid er oppfylt. Adgangen er begrenset til verdipapirforetak som kun driver investeringsrådgivning og må skje i henhold til de begrensninger som følger av art. 48 nr. 2, se nærmere om sistnevnte bestemmelse ovenfor.»

Utvalget har redegjort for direktivets forpliktelser når det gjelder regulerte markeder i utredningen punkt 9.7.1.2:

«Direktivet har i del 3 enkelte særregler for så vidt gjelder tilsynet med regulerte markeder. Etter art. 36 nr. 2 første punktum skal markedsoperator «perform tasks» i forbindelse med regulert markeds organisering og virksomhet. Disse «tasks» skal utføres under myndighetstilsyn:

«Member States shall require the operator of the regulated market to perform tasks relating to the organisation and operation of the regulated market under the supervision of the competent authority.»

Det kan reises spørsmål om hva som ligger i «perform tasks». Trolig fastsetter bestemmelsen kort og godt en plikt til etterlevelse av organisatoriske og virksomhetsmessige krav under myndighetens tilsyn.

Virksomheten til regulerte markeder skal etter art. 36 nr. 2 annet og tredje punktum være gjenstand for tilsyn:

«Member States shall ensure that competent authorities keep under regular review the compliance of regulated markets with the provisions of this Title. They shall also ensure that competent authorities monitor that regulated markets comply at all times with the conditions for initial authorisation established under this Title.»

Av annet punktum følger det krav om «regular review» av regulerte markeders etterlevelse

av bestemmelsene i direktivets del 3. I tredje punktum heter det at tilsynsmyndigheten skal påse at regulerte markeder «comply at all times» med vilkårene for tillatelsen. Trolig kan det ikke utledes noe presist av bestemmelsene med hensyn til hvordan tilsynet med regulerte markeder skal gjennomføres, jf. pkt. 9.7.3 under.

Ansvar for etterlevelsen av reglene i direktivets del 3 hviler etter art. 36 nr. 3 første ledd hos markedsoperatøren. Rettighetene som følger av direktivbestemmelsene skal etter art. 36 nr. 3 annet ledd tilligge markedsoperatøren. Som nevnt er det i utredningen kapittel 6 foreslått at markedsoperatøren og det regulerte markedet skal være en og samme juridiske person. Dette er i tråd med direktivets valgavgang, jf. art. 4 nr. 1 pkt. 13.

12.8.3 Utvalgets forslag

Utvalgets vurdering fremgår av utredningen pkt. 9.7.3:

«Utvalget legger til grunn at MiFID art. 16 og 17 allerede er gjennomført i norsk rett og foreslår ingen endringer. Det samme gjelder i utgangspunktet MiFID art. 36 nr. 2 og 3. Utvalget ser behov for å foreta to mindre presiseringer i børsloven § 8-2 første ledd om opplysningsplikt (bestemmelsen foreslås videreført som ny § 4-2 første ledd, jf. utredningen kapittel 6). Utvalget foreslår at bestemmelsen skal lyde:

«Regulert marked og selskap i samme konsern, har plikt til å gi de opplysninger som Kredittilsynet krever om forhold som angår foretakets virksomhet, herunder bistå Kredittilsynet ved mistanker om brudd på verdipapirhandelloven kapittel 3, samt til å fremvise og utlevere til Kredittilsynet dokumentasjon som angår virksomheten. Opplysningene og bistanden skal gis uten kostnad for Kredittilsynet.»

Kravet om å bistå Kredittilsynet ved mistanker om brudd på markedsmisbruksreglene mv. følger av MiFID art. 43 nr. 2. Det vises til utredningen kapittel 6 for en nærmere omtale av bestemmelsen. Videre foreslår utvalget en ny setning til slutt i første ledd. Tillegget endrer ikke gjeldende rett, men det er så vidt utvalget er kjent med på bakgrunn av praksis behov for å presisere forholdet.

Som nevnt i utredningen kapittel 3 finner utvalget det hensiktsmessig at Kredittilsynet skal kunne gi pålegg om salg der en aksjeeier ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket, eventuelt at det ikke gis melding om erverv eller det erverves i strid med vedtak fattet av Kredittilsynet. Etter vphl.

dagens § 12-4 fjerde ledd kan det i slike situasjoner bare gis pålegg om at stemmerettigheter knyttet til aksjene ikke kan utøves. Kredittilsynet foreslår at bestemmelsen suppleres med «eller avhendes», jf. forslaget til ny § 15-7. All den tid Kredittilsynet med forslaget gis materiell kompetanse til å kreve aksjer solgt, ser utvalget behov for prosessuelle regler som skal gjelde i tvangssalgssituasjoner. Utvalget viser til at det er gitt slike regler i børsloven § 4-1 fjerde ledd, som er foreslått videreført i lov om regulerte markeder § 3-3 fjerde ledd. Utvalget foreslår at det inntas en henvisning til nevnte bestemmelse i vphl. ny § 15-7 fjerde ledd. Stemmerettigheter knyttet til aksjer som er besluttet tvangssolgt vil i utgangspunktet ikke kunne benyttes. Det vises til begrunnelsen i Ot.prp. nr. 50 (2003-2004).»

12.8.4 Høringsinstansenes merknader

Ingen av høringsinstansene har uttalt seg om dette.

12.8.5 Departementets vurdering

Departementet er enig i utvalgets vurdering om at norsk rett allerede må anses å være i samsvar med direktivet art. 16 og 17 om tilsyn med verdipapirforetak, og foreslår ingen endringer som følge av disse bestemmelsene.

Når det gjelder regulerte markeder, er det etter departementets oppfatning behov for noen mindre endringer i norsk rett som følge av direktivet. Etter gjeldende børslov § 8-2 første ledd har børs, autorisert markeds plass og selskap i samme konsern som slike, plikt til å gi de opplysninger som Kredittilsynet krever om forhold som angår foretakets virksomhet, samt til å fremvise og utlevere til Kredittilsynet dokumentasjon som angår virksomheten. Utvalget har foreslått at bestemmelsen videreføres med enkelte endringer i ny lov om regulerte markeder § 4-2, se utvalgets utkast. En endring i norsk rett som foreslås av utvalget, er at det presiseres i ny § 4-2 første ledd at regulerte markeder og selskap i samme konsern plikter å bistå Kredittilsynet ved mistanker om brudd på verdipapirhandelloven kapittel 3 (markedsmisbruksreglene). Kravet til slik bistand følger av MiFID art. 43 nr. 2. Departementet er enig med utvalget i at det pga. MiFID art. 43 nr. 2 bør presiseres i ny lov om regulerte markeder § 4-2 første ledd (jf. utvalgets utkast § 4-2) at det foreligger en plikt til å bistå Kredittilsynet ved brudd på vphl. kapittel 3 (markedsmisbruksreglene). Departementet mener videre at det er nødvendig med enda en endring/presisering

som følge av direktivet art. 43 nr. 2. Art. 43 nr. 2 lyder:

«Member States shall require the operators of the regulated markets to report significant breaches of their rules or disorderly trading conditions or conduct that may involve market abuse to the competent authority of the regulated market. Member States shall also require the operator of the regulated market to supply the relevant information without delay to the authority competent for the investigation and prosecution of market abuse on the regulated market and to provide full assistance to the latter in investigating and prosecuting market abuse occurring on or through the systems of the regulated market.»

Art. 43 nr. 2 oppstiller etter departementets syn ikke bare en plikt for regulerte markeder til å gi opplysninger der Kredittilsynet krever det, men en plikt for de regulerte markedene til på eget initiativ å melde fra («report») til Kredittilsynet om ureglementerte markedsforhold og ved mistanke om vesentlige brudd på deres regler og ved mistanke om markedsmissbruk. Dette bør etter departementets syn komme uttrykkelig frem i ny lov om regulerte markeder § 45, jf. utkastet til nytt første ledd annet punktum.

Dessuten foreslås – i samsvar med utvalgets forslag - en presisering i lov om regulerte markeder § 45 første ledd tredje punktum (tilsvarer utvalgets utkast § 4-2 første ledd siste pkt.) om at opplysninger og bistand skal gis uten kostnad for Kredittilsynet. Dette er ikke ment å endre gjeldende rett, men det har i følge utvalget vist seg å være et praktisk behov for å presisere forholdet.

Videre foreslår departementet, i samsvar med utvalgets utkast, at Kredittilsynet skal kunne gi pålegg om salg av aksjer etter fremgangsmåten i lov om regulerte markeder § 35 fjerde ledd (jf. utvalgets utkast § 3-3 fjerde ledd) der en aksjeeier ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket, eller at det ikke gis melding om erverv eller det erverves aksjer i strid med vedtak fattet av Kredittilsynet, jf. forslag til ny verdipapirhandellov § 15-7 fjerde ledd.

12.9 Revisors meldeplikt til Kredittilsynet

12.9.1 Gjeldende rett

Utvalget har i utredningen punkt 9.8.2 fremstilt gjeldende norsk rett slik:

«Det følger av kredittilsynsloven § 3a at revisor som reviderer årsregnskapet i institusjoner som nevnt i § 1 første ledd, straks plikter å rapportere til Kredittilsynet ethvert forhold vedrørende virksomheten som denne får kjennskap til under utøvelsen av sin revisjonsvirksomhet som kan

1. innebære en overtredelse av bestemmelser som regulerer institusjonens virksomhet, dersom overtredelsen kan medføre tilbakekall av institusjonens tillatelse til å drive virksomhet.
2. skade den fortsatte drift av institusjonen, eller
3. medføre at regnskapene ikke godkjennes eller at det tas forbehold.

Rapporteringsplikten etter kredittilsynsloven § 3a første ledd gjelder tilsvarende for forhold som revisor får kjennskap til under utøvelse av sin revisjonsvirksomhet for foretak som institusjonen har nære forbindelser med. «Nære forbindelser» er nærmere definert i kredittilsynsloven § 3a annet ledd. Forhold som revisor rapporterer i aktsom god tro til Kredittilsynet skal ikke anses som brudd på taushetsplikten etter lov, forskrift eller avtale, og ikke medføre ansvar, jf. kredittilsynsloven § 3a tredje ledd.

Verdipapirforetaks årsregnskap skal revideres av en registrert revisor eller statsautorisert revisor i samsvar med revisorloven § 2-2 (revisjonsplikt), jf. revisorloven § 2-1 første ledd, jf. annet ledd.»

Departementet har ingen merknader til utvalgets fremstilling av gjeldende rett.

12.9.2 EØS-rett

Utvalget har redegjort for direktivets forpliktelser i utredningen punkt 9.8.1:

«Art. 55 stiller krav til at revisor med tillatelse i tråd med direktiv 84/253/EF (8. selskapsdirektiv - revisordirektivet), og som i et verdipapirforetak utfører oppgaver nevnt i direktiv 78/660/EF (4. selskapsdirektiv - regnskapsdirektivet) art. 51 eller direktiv 83/349/EF (7. selskapsdirektiv - konsernregnskapsdirektivet) art. 37 eller direktiv 85/611/EF (UCITS-direktivet) art. 31 eller annet lovpålagt oppgave, straks sender melding til kompetent myndighet om følgende:

«any fact or decision concerning that undertaking of which that person has become aware while carrying out that task and which is liable to:

- a) constitute a material breach of the laws, regulations or administrative provisions which

- lay down the conditions governing authorisation or which specifically govern pursuit of the activities of investment firms;
- b) affect the continuous functioning of the investment firm;
 - c) lead to refusal to certify the accounts or to the expression of reservations.»

Revisor skal også melde ethvert forhold og enhver avgjørelse som revisor får kjennskap til under utøvelse av sin revisjonsvirksomhet for foretak som institusjonen har nære forbindelser med. Melding skal ikke anses som brudd på lov- eller avtalefestet taushetsplikt og skal ikke gi grunnlag for erstatning, jf. art. 55 nr. 2.»

12.9.3 Utvalgets forslag

Utvalgets forslag fremgår av utredningen punkt 9.8.3:

«Direktivet art. 55 krever at revisor straks skal sende melding til kompetente myndigheter om nærmere angitte forhold som revisor blir kjent med i forbindelse med utførelsen av sine oppgaver som revisor. Utvalget legger til grunn av forpliktelsene allerede er gjennomført ved meldeplikten som fremgår av kreditttilsynsloven § 3a. Det foreslås derfor ingen endringer i gjeldende rett.»

12.9.4 Høringsinstansenes merknader

Ingen av høringsinstansene har uttalt seg om dette.

12.9.5 Departementets vurdering

Departementet er enig i utvalgets vurdering om at norsk rett gjennom bestemmelsen i kreditttilsynsloven § 3a allerede må anses å være i samsvar med direktivets krav på dette punkt, jf. ovenfor. Departementet foreslår derfor ikke lovendringer.

12.10 Samarbeid mellom kompetente myndigheter i forskjellige medlemsstater

12.10.1 Gjeldende rett

Utvalget har redegjort for gjeldende norsk rett i utredningen punkt 9.9.2:

«Det er gitt regler om tilsyn med verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat i vphl. kapittel 13. Ifølge vphl. § 13-1 første ledd kan Kredittilsynet til statistisk bruk pålegge verdipapirforetak som yter investeringstjenester i henhold til vphl. § 7-7 å avgi rapporter om sin

virksomhet. Videre kan Kredittilsynet kreve de opplysninger fra verdipapirforetakene som anses nødvendige for å kontrollere at de regler som gjelder for virksomheten her i landet overholdes.

I vphl. § 13-2 om stedlig kontroll kan vedkommende myndigheter i verdipapirforetakets hjemstat, etter forutgående melding og i samarbeid med Kredittilsynet, foreta stedlig kontroll i filial etablert i henhold til vphl. § 7-7. Etter anmodning fra vedkommende myndigheter i hjemstaten kan Kredittilsynet foreta den nevnte kontroll. Dette er ikke til hinder for at Kredittilsynet kan foreta den stedlige kontroll som anses nødvendig for å kontrollere at de regler som gjelder for filialens virksomhet her i landet overholdes.

Ifølge vphl. § 13-3 skal Kredittilsynet gi verdipapirforetak som yter investeringstjenester i henhold til § 7-7, pålegg om retting, herunder opphør av virksomhet her i landet, dersom virksomheten drives i strid med lov eller forskrift. Kredittilsynet kan treffe tiltak for å hindre nye overtredelser dersom pålegg etter første ledd ikke etterkommes. Før Kredittilsynet gir pålegg etter første ledd, skal tilsynsmyndighetene i verdipapirforetakets hjemstat varsles, og gis anledning til å treffe tiltak for å bringe det lovstridige forhold til opphør. Hvis det er nødvendig for å verne interessene til investorer og andre som mottar tjenester fra verdipapirforetaket, kan Kredittilsynet treffe nødvendige tiltak uten slikt varsel. Dersom et foretak med hovedsete i annen EØS-stat har fått sin tillatelse tilbakekalt, skal Kredittilsynet treffe tiltak for å hindre at foretaket fortsatt yter investeringstjenester her i landet.»

Departementet har ingen merknader til utvalgets redegjørelse.

12.10.2 EØS-rett

Utvalget har fremstilt direktivets forpliktelser slik i utredningen punkt 9.9.1:

«MiFID Del IV kapittel II omhandler samarbeid mellom kompetente myndigheter i de forskjellige stater. Art. 56 stiller krav til samarbeid og ytelse av bistand mellom kompetente myndigheter, herunder utveksling av opplysninger og samarbeid om undersøkelser og tilsyn. Hver medlemsstat skal utpeke en kompetent myndighet som kontaktpunkt etter direktivet og meddeler dette til Kommisjonen og øvrige medlemsstater. Art. 56 angir videre nærmere regler om samarbeidsordninger. Etter art. 57 kan kompetent myndighet anmode kompetent myndighet i annen medlemsstat om samarbeid om tilsyn, stedlig kontroll eller undersøkelser.

Bestemmelsen inneholder videre prosedyreregler. Art. 58 inneholder regler om utveksling av opplysninger mellom kompetente myndigheter. I art. 59 gis regler om nektelse av samarbeid. Art. 60 angir at det skal finne sted en innbyrdes konsultasjon mellom kompetente myndigheter før meddelelse av tillatelse i nærmere angitte situasjoner.

Art. 61 nr. 1 bestemmer at vertsstaten til statistisk bruk kan kreve at ethvert verdipapirforetak som har filial på dens territorium jevnlig rapporterer om sin virksomhet. Videre kan vertsstaten for å ivareta oppgaver etter direktivet kreve at filialer av verdipapirforetak gir nødvendige opplysninger til kontroll av at filialer overholder vertslandets regler for så vidt gjelder tilfeller nevnt i art. 32 nr. 7, jf. art. 61 nr. 2. Slike krav må imidlertid ikke være mer vidtgående enn kravene som stilles til etablerte selskaper for å kunne kontrollere at disse overholder de samme reglene. Med etablerte selskaper menes selskaper som har hovedkontor (hjemstat) i den aktuelle vertsstaten.

Art. 62 omhandler vertsstatens adgang til å fastsette beskyttelsestiltak dersom det foreligger tilstrekkelig grunn til å tro at et verdipapirforetak eller filial som utøver virksomhet på dets område etter reglene om fri utveksling av tjenesteytelser ikke overholder regler fastsatt til gjennomføring av direktivet.

MiFID Del III kapittel III inneholder bestemmelser om samarbeid med tredjeland, dvs. land utenfor EØS-området. Art. 63 gir nærmere regler om samarbeidsavtaler om utveksling av opplysninger med tredjeland, og krav om at opplysninger som videreformidles er underlagt taushetsplikt som minst svarer til taushetsplikt iht. art. 54. Utveksling av opplysninger skal ha til formål å gi disse kompetente myndigheter mulighet for å utføre deres oppgaver.»

12.10.3 Utvalgets forslag

Utvalgets forslag fremgår av utredningen pkt. 9.9.3:

«MiFID del III regulerer i hovedsak forholdet mellom tilsynsmyndighetene i EØS-området og land utenfor EØS-området. Direktivets regler om tilsynssamarbeid mv. medfører en rekke folkerettslige forpliktelser for Norge. Flere av bestemmelsene retter seg imidlertid ikke mot norske borgere direkte. Utvalget legger til grunn at direktivets bestemmelser som kun retter seg mot tilsynsmyndighetene i medlemslandene, som hovedregel ikke behøver å gjennomføres i norsk lov eller forskrift.

MiFID art. 61 nr. 1 anses gjennomført ved at Kredittilsynet etter vphl. § 13-1 første ledd til statistisk bruk kan pålegge verdipapirforetak

fra annen EØS-stat som yter investeringstjenester i Norge å avgi rapporter om sin virksomhet.

MiFID art. 61 nr. 2 bygger på ISD art. 19. Opplysningsplikten for filialer etter MiFID art. 61 nr. 2 er avgrenset til opplysninger til kontroll av at filialer overholder vertslandets regler for så vidt gjelder tilfeller nevnt i art. 32 nr. 7. Etter gjeldende vphl. § 13-1 kan Kredittilsynet kreve de opplysninger fra verdipapirforetakene med hovedsete i annen EØS-stat som anses nødvendige for å kontrollere at de regler som gjelder for virksomheten her i landet overholdes. Utvalget viser til at opplysningsplikten ut i fra gjeldende rett allerede er avgrenset til «de regler som gjelder for virksomheten her i landet». Det vises i den forbindelse til vurderinger i kapittel 5. Utvalget legger til grunn at direktivet er gjennomført på dette punktet, og foreslår ingen endringer i gjeldende rett.»

12.10.4 Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet har uttalt følgende:

«MiFID art. 60 om konsultasjon med tilsynsmyndighet i annen medlemsstat før tillatelse til å yte investeringstjenester gis, er en videreføring av ISD art. 6. Begge bestemmelsene omhandler både det tilfelle at det aktuelle verdipapirforetaket har en nærmere angitt tilknytning til et verdipapirforetak eller kredittinstitusjon i en annen medlemsstat. ISD art. 6 er gjennomført i gjeldende vphl. § 7-3 tredje ledd, men slik at alternativet med «kredittinstitusjon» er utelatt i lovteksten. Tilsvarende er gjort i utvalgets utkast til vphl. § 9-3 (3). Kredittilsynet antar det bør vurderes nærmere om dette er i samsvar med direktivforpliktelsene.»

Ingen av de øvrige høringsinstansene har merknader til utvalgets forslag.

12.10.5 Departementets vurdering

Utvalget har lagt til grunn at direktivets forpliktelser på dette punkt er gjennomført, jf. utvalgets vurdering ovenfor.

Kredittilsynet har påpekt at det bør vurderes om utvalgets utkast til ny vphl. § 9-3 tredje ledd er i samsvar med MiFID art. 60 nr. 1.

I direktivet art. 60 nr. 1 er det krav om at det skal finne sted en innbyrdes konsultasjon mellom kompetente myndigheter i medlemsstatene før det gis tillatelse til et verdipapirforetak som har en nærmere angitt tilknytning til et verdipapirforetak eller en kredittinstitusjon i en annen medlemsstat. I utvalgets utkast til ny § 9-3 tredje ledd, som er en videreføring av gjeldende vphl. § 7-3 tredje ledd, er

det etter lovens ordlyd bare krav om konsultasjon mellom kompetente myndigheter i medlemsstatene dersom det dreier seg om en nærmere angitt tilknytning til verdipapirforetak med tillatelse i en annen EØS-stat. Slik konsultasjon skal etter gjeldende rett og utvalgets forslag foretas dersom søkeren er datterforetak av et verdipapirforetak med tillatelse i en annen EØS-stat, datterforetak av et hovedforetak for et annet verdipapirforetak med tillatelse i en annen EØS-stat, eller er kontrollert av de samme fysiske eller juridiske personer som kontrollerer et verdipapirforetak i en annen medlemsstat. Tilknytning til kredittinstitusjoner (som alternativ til verdipapirforetak) i andre EØS-stater er ikke nevnt i lovteksten. I MiFID art. 60 nr. 1 er det krav om innbyrdes konsultasjon også ved slik tilknytning til kredittinstitusjon i annen medlemsstat.

For å sikre at norsk rett er i samsvar med direktivet på dette punkt, foreslår departementet å tilføye «kredittinstitusjon» i ny vphl. § 9-3 tredje ledd nr. 1 og 2, slik at bestemmelsen blir likelydende med direktivet art. 60 nr. 1 på dette punkt.

Regler om tilsyn med verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat finnes i gjeldende vphl. kapittel 13. Departementet foreslår i likhet med utvalget at disse videreføres i ny vphl. kapittel 16, men med en endring i § 16-1 første ledd sammenlignet med utvalgets utkast. I departementets forslag til ny vphl. § 16-1 første ledd sies det at Kredittilsynet til statistisk bruk kan pålegge verdipapirforetak som yter investeringstjenester gjennom filial iht. § 9-24 å avgi rapporter om sin virksomhet. Utvalgets utkast omfattet også foretak som driver virksomhet direkte fra forretningssted i annen EØS-stat. Bakgrunnen for at departementet foreslår å innsnevre anvendelsesområdet til bestemmelsen, er at MiFID ikke synes å åpne for at Kredittilsynet kan gi tilsvarende pålegg overfor foretak som driver virksomhet direkte fra forretningssted i annen EØS-stat, jf. direktivet art. 31 nr. 1 og art. 32, jf. art. 61.

For øvrig legger departementet til grunn at norsk rett er i samsvar med direktivet, og det vises til utvalgets vurdering ovenfor, som departementet slutter seg til. Det foreslås derfor ikke øvrige endringer.

Del II
Gjennomføring av
rapporteringsdirektivet i norsk rett

13 Generelt om gjennomføring av rapporteringsdirektivet i norsk rett

13.1 Generelle utgangspunkter i lovarbeidet

Rapporteringsdirektivet tar sikte på å harmonisere kravene til hvilke opplysninger utstedere og innehavere av omsettelige verdipapirer som er notert på et regulert marked, må gi til markedet. Dessuten inneholder direktivet bestemmelser om hvordan slike opplysninger skal offentliggjøres.

Som et generelt utgangspunkt har departementet lagt til grunn at hovedreglene i direktivet må anses oppfylt i gjeldende norsk rett. På noen punkter fraviker norsk rett fra direktivet, slik at det foreslås nødvendige regler for å tilpasse norsk rett til direktivet. I tillegg vil det være behov for en rekke endringer på detaljnivå.

Noen av direktivbestemmelsene vil det ikke være naturlig å gjennomføre i verdipapirhandelloven. Etter direktivet artikkel 22 skal «competent authorities» utarbeide hensiktsmessige retningslinjer med sikte på ytterligere å lette offentlighetens tilgang til opplysninger som skal offentliggjøres i henhold til rapporteringsdirektivet, prospektdirektivet og markedsmisbruksdirektivet. Målsettingen med disse retningslinjene er å opprette et elektronisk nett på nasjonalt plan mellom nasjonale reguleringsmyndigheter for verdipapirer, regulerte markeder og nasjonale selskapsregistre samt å skape ett enkelt elektronisk nett, eller en plattform av elektroniske nett mellom medlemsstatene. En eventuell utarbeidelse av retningslinjer som omfattet av artikkel 22 behøver etter departementets vurdering ikke lovhjemmel, og direktivbestemmelsene behøver derfor ikke gjennomføres i verdipapirhandelloven.

Regulering på lov- eller forskriftsnivå

EØS-regler tilsvarende rapporteringsdirektivet foreslås gjennomført i ny verdipapirhandellov kapittel 4 og 5. I flere av bestemmelsene foreslås det at departementet gis adgang til å fastsette utfyllende bestemmelser i forskrift.

Enkelte høringsinstanser har vist til at utkastet til lov om verdipapirhandel inneholder en rekke forskriftshjemler. I sin høringsuttalelse har bl.a.

Justisdepartementet bedt om at de enkelte forskriftshjemlene vurderes nøye blant annet med henblikk på om de forhold forskriften skal regulere er av en slik art at reguleringen i stedet bør gjøres i lovs form.

Departementet er inneforstått med at det i lovforslaget legges opp til at en rekke spørsmål vil reguleres nærmere i forskrift. En sentral årsak til at såpass mange forhold må reguleres på forskriftsnivå, er at rapporteringsdirektivet på en rekke områder gir EU-kommisjonen myndighet til å fastsette utfyllende bestemmelser (nivå 2-regler). Prosessen med å fastsette nivå 2-reglene i EU ble påbegynt på et så sent tidspunkt at det ikke har vært mulig å avvente disse i arbeidet med proposisjonen. I alle tilfeller vil noen av nivå 2-reglene ha en slik detaljeringsgrad at forskriftsregulering er mest hensiktsmessig.

I forslag til kommisjonsdirektiv av 14. november 2006 (om «*detailed rules for the implementation of certain provisions of Directive 2004/109 on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market*») er det foreslått utfyllende bestemmelser til rapporteringsdirektivet på flere områder. EU-kommisjonen har signalisert at kommisjonsdirektivet vil bli vedtatt om kort tid. Bestemmelsene som er tatt inn i forslaget til kommisjonsdirektiv, må i hovedsak forventes å bli vedtatt. I flere sammenhenger har derfor departementet vist til reglene i forslaget til kommisjonsdirektiv i omtalen i de følgende kapitler.

Med hjemmel i rapporteringsdirektivet artikkel 23 (4) fastsatte EU-kommisjonen 4. desember 2006 en kommisjonsbeslutning om at utstedere fra tredjeland som rapporterer i samsvar med IFRS-standardene på visse vilkår kan fritas fra rapporteringskravene i rapporteringsdirektivet, jf. omtale i kapittel 21 nedenfor.

Spørsmål i forbindelse med hjemstatsregulering

Som det fremgår av omtalen i kap. 14, gjennomfører rapporteringsdirektivet et skille mellom hjemstats- og vertsstatsregulering. Et sentralt trekk ved

dette skillet er at en hjemstat i sin lovgivning kan pålegge utstedere og aksjonærer strengere krav enn det som følger av direktivet, mens en vertsstat ikke har adgang til å stille strengere krav enn direktivet. I proposisjonen foreslås det på flere punkter, blant annet innen flagging, å videreføre noe strengere krav for utstedere og aksjonærer med Norge som hjemstat enn direktivet påbyr. Dette er i tråd med utvalgets forslag, jf. nærmere omtale under de enkelte punkter nedenfor.

13.2 Virkeområde og sentrale definisjoner

13.2.1 Gjeldende rett

Regulerte markeder for omsettelige verdipapirer

Børsloven § 2-1 stiller krav om tillatelse for å kunne drive virksomhet som børs eller autorisert markeds plass. Det er i dag kun Oslo Børs som er gitt konsesjon som verdipapirbørs etter børsloven § 2-1. Det er ikke gitt konsesjon til autoriserte markeds plasser for omsettelige verdipapirer. Den nordiske kraftbørsen Nord Pool er gitt konsesjon som børs for omsetning av elektrisk kraft og kraftderivater. IMAREX er gitt konsesjon etter børsloven § 2-1 som autorisert markeds plass for handel med derivater tilknyttet skipsfartskontrakter. Verken Nord Pool eller IMAREX vil bli omfattet av direktivets bestemmelser siden ingen av disse driver handel med omsettelige verdipapirer. Det vises til kapittel 8 for en nærmere omtale av norske regulerte markeder.

Løpende og periodisk informasjonsplikt

Regler om informasjonsplikt for utstedere av noterte omsettelige verdipapirer finnes i børsloven §§ 5-7 og 6-8. Det følger av børsloven § 5-7, sammenholdt med børsloven § 6-8, at en utsteder av finansielle instrumenter som er tatt opp til handel på børs eller autorisert markeds plass, skal offentliggjøre opplysninger av betydning for en riktig vurdering av instrumentene, og sende slike opplysninger inn til den børs eller autoriserte markeds plass der instrumentene er notert etter nærmere regler fastsatt av departementet. Det er i medhold av børsloven § 5-7 gitt nærmere regler for henholdsvis aksje- og obligasjonsutsteder i børsforskriften av 17. januar 1994 nr. 30 kapittel 5 (løpende informasjonsplikt for aksjeutstedere), 6 (periodisk informasjonsplikt for aksjeutstedere) og 10 (løpende og periodisk informasjonsplikt for obligasjonsutsteder). Etter børsforskriften §§ 6-2 og 10-9 skal selskap/låntager med børsnoterte aksjer/

obligasjoner avlegge årsregnskap, årsberetning og delårsrapporter i henhold til regnskapslovgivningen og bestemmelser fastsatt i børsforskriften, jf. nærmere i kap.15 nedenfor

Flagging

Investorers flaggeplikt er regulert i vphl. §§ 3-2 og 3-3 annet ledd. Etter førstnevnte bestemmelse skal det sendes melding til børsen om erverv av aksjer og/eller rettigheter til aksjer som er notert på norsk børs når erververens andel av aksjekapitalen eller stemmene når opp til eller passerer 1/20, 1/10, 1/5, 1/3, 1/2, 2/3 eller 9/10. Flaggeplikten i § 3-2 gjelder tilsvarende ved avhendelse av aksjer der nevnte grenser passes, jf. annet ledd. Det er i § 3-2 sjette ledd gitt regler om konsolidering av nærstående eierandeler. Flaggeplikten gjelder tilsvarende for erverv og avhendelse av grunnfondsbevis, jf. § 3-2 syvende ledd. Det nærmere innholdet av flaggemeldingen er regulert i vphl. § 3-3 annet ledd.

Verdipapirfond

Verdipapirfond og verdipapirfondsandeler er i norsk rett regulert av verdipapirfondloven av 12. juni 1981 nr. 52 (vpfl.). Hovedregelen i vpfl. er at andelseiere i verdipapirfond har rett til løpende innløsning av sine andeler, jf. vpfl. § 6-9. I vpfl. § 6-9 siste ledd er det fastslått at tilsynsmyndigheten kan gi samtykke til etablering av fond som er åpent for innløsning av andeler i en begrenset periode. Det følger videre av vpfl. § 6-7 første punktum at verdipapirfond skal være åpent for utstedelse av andeler på alle dager børsen som er relevante for fondet er åpne for handel, men tilsynsmyndigheten kan gi samtykke til etablering av fond som er åpent for utstedelse av andeler i en begrenset periode. Det er flere såkalte «exchange traded funds» notert på Oslo Børs. Andelshaverne i disse fondene kan på nærmere vilkår kreve sine andeler innløst.

13.2.2 EØS-rett

Regulerte markeder for omsettelige verdipapirer

Det fremgår av rapporteringsdirektivet art. 1 nr. 1 at kravene til periodisk og løpende rapportering gjelder for utstedere hvis «omsettelige verdipapirer» er tatt opp til handel («admitted to trading») på et regulert marked «situated or operating» innenfor EØS-området. Det vises til utredningens kapittel 9 for så vidt gjelder innholdet av begrepet «regulert marked». Bestemmelsene om periodisk og løpende rapportering gjelder ikke for omsettelige verdipapirer som bare omsettes på MHF, jf. kapittel 11.

Begrepet «utsteder» er definert i direktivet art. 2 nr. 1 bokstav d) og omfatter i utgangspunktet enhver offentlig eller privatrettslig juridisk enhet, herunder en stat, hvis omsettelige verdipapirer er opptatt til handel på et regulert marked. Direktivets bestemmelser kommer, som det fremgår, bare til anvendelse overfor utstedere av omsettelige verdipapirer. Det vises i direktivet art. 2 nr. 1 a) til definisjonen av omsettelige verdipapirer i MiFID artikkel 4 nr. 18. Det er videre i direktivet fastslått at pengemarkedsinstrumenter som angitt i MiFID art. 4. nr. 19 med en løpetid på mindre enn 12 måneder (for eksempel sertifikater), faller utenfor direktivets anvendelsesområde, slik at det vil være opp til den nasjonale lovgiver å avgjøre hvilke rapporteringsplikter utstedere av slike instrumenter skal underlegges, jf. art. 2 nr. 1 bokstav a) sammenholdt med art. 1 nr. 1. Når det gjelder direktivets regler om flaggeplikt, vil både aksjer og omsettelige verdipapirer som gir rett til å erverve allerede utstedte aksjer omfattes av direktivet jf. kapittel 16 i proposisjonen her.

Flere av direktivets bestemmelser omhandler «regulated information». Etter art. 2 nr. 1 bokstav k) er «regulated information» opplysninger som er informasjonspliktig etter rapporterings- og markedsmisbruksdirektivet, herunder nasjonale regler som gjennomfører sistnevnte direktiv. Dette betyr at bestemmelsene om offentliggjøring i rapporteringsdirektivet art. 21 må gis tilsvarende anvendelse på opplysninger som skal offentliggjøres i medhold av børsforskriften kapittel 5 og 10, jf. kapittel 17.

Verdipapirfond

Det fremgår av direktivet art. 1 nr. 2 at direktivet ikke kommer til anvendelse på verdipapirfond og verdipapirfondsandeler «other than the closed-end type». Det avgjørende for direktivets anvendelse på verdipapirfondsandeler vil følgelig være hvorvidt det aktuelle verdipapirfond er å betegne som et «lukket fond» i direktivets forstand, i tillegg til at verdipapirfondsandelene må være opptatt til notering på et regulert marked.

13.2.3 Utvalgets forslag

Utvalget antar at det for norske forholds vedkommende i det vesentligste vil være utstedere av aksjer, gjeldsinstrumenter og grunnfondsbevis opptatt til handel på et regulert marked som berøres av direktivets bestemmelser. Enkelte av direktivets rapporteringsregler vil også gjelde for utstedere som kun har avledede rettigheter til slike verdipapirer opptatt til handel på regulert marked, som eksempelvis tegningsretter og såkalte «covered warrants».

Lovmessig plassering av rapporteringsbestemmelser

Utvalget foreslår at rapporteringsforpliktelsene til utstedere hvis omsettelige verdipapirer er eller er søkt opptatt til handel på et regulert marked, samles ett sted. Mer konkret foreslår utvalget at det i vphl. nytt kapittel 5 inntas regler om løpende og periodisk rapportering, samt om andre informasjonspliktige opplysninger, jf. rapporteringsdirektivet art. 16. I tillegg foreslås det at prospektdirektivet art. 10 (årlig oversikt fra utstedere over offentliggjort informasjon) tas inn i kapittel 5. Denne bestemmelsen finnes i dag i børsforskriften § 5-2, men hører systematisk hjemme sammen med lovens øvrige rapporteringsbestemmelser. Etter utvalgets skjønn bør de nærmere reglene om offentliggjøring av nevnte opplysninger også inntas i kapittel 5. Videre foreslår utvalget at direktivet art. 17 og 18 om plikt til å gi informasjon til hhv. aksjonærer og långivere inntas her. Gitt at anvendelsesområdet til de ulike reglene ikke er det samme, foreslår utvalget at det inntas bestemmelser om dette i hver av delene, jf. omtale nedenfor.

Løpende informasjonsplikt

Utvalget foreslår at gjeldende regler om løpende informasjonsplikt videreføres med små justeringer. Disse reglene finnes i dag i børsforskriften kapittel 5 og 10, jf. børsloven § 5-7 og §§ 6-8, jf. 5-7 og er gitt for å gjennomføre art. 6 i direktiv 2003/6/EF (markedsmisbruksdirektivet). I Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet mv.) pkt. 9.5 uttalte departementet at det i forbindelse med gjennomføring av MiFID mv. ville kunne vurderes nærmere om bestemmelser om utsteders informasjonsplikt flyttes fra børsloven/børsforskriften. Utvalget følger opp dette ved å foreslå at bestemmelser om løpende informasjonsplikt inntas i ny verdipapirhandellov kapittel 5.

Anvendelsesområdet for bestemmelsene om løpende informasjonsplikt er videre enn rapporteringsdirektivet. Utvalget foreslår i denne forbindelse en ny § 5-1:

«§§ 5-2 og 5-3 gjelder for utstedere hvis finansielle instrumenter er eller er søkt opptatt til handel på norsk regulert marked.»

Periodisk rapportering mv.

Rapporteringsdirektivet gjelder etter art. 1 nr. 1 for omsettelige verdipapirer som er opptatt til handel på regulert marked. For så vidt gjelder reglene i

del 2 om periodisk rapportering, foreslår utvalget en ny § 5-4 om virkeområde. Etter forslaget gjelder reglene for «omsettelige verdipapirer» som er opptatt til handel på et «regulert marked». Utvalget presiserer at førstnevnte begrep omfatter sertifikater, jf. art. 2 nr. 1 bokstav a) hvorefter medlemslandene kan avgjøre om rapporteringsbestemmelsene skal gjelde for disse. En slik tilnærming er i tråd med gjeldende rett.

Enkelte av bestemmelsene i lovutkastets kapittel 5 del 2 vil bare være aktuelle for aksje- og obligasjonsutstedere, jf. lovutkastet §§ 5-8 flg. Dette er i samsvar med direktivet, jf. artiklene 16, 17 og 18. Forslaget til ny § 5-4 må leses i lys av art. 2 nr. 1 bokstav i) og j) som definerer hhv. hjem- og vertstat, samt art. 19 om hjemstatskontroll. Utvalget foreslår at unntakene fra direktivets rapporteringsregler, jf. art. 8, inntas som fjerde ledd i ny § 5-4.

Verdipapirfond

Direktivets bestemmelser skal etter art. 1 nr. 2 komme til anvendelse på «lukkede fond» dersom verdipapirfondsandelene er opptatt til notering på et regulert marked. Fond med begrensninger i forhold til tegning og innløsning som gjeldende regler i vpfl. §§ 6-7 og 6-9 åpner for, er etter utvalgets vurdering ikke å betrakte som «lukkede fond» i direktivets forstand, selv om disse etter vpfl. § 7-3 annet ledd skal betegnes som verdipapirfond med lukket inngang eller utgang. Etter forslaget til § 5-4 fjerde ledd skal vphl. nye §§ 5-5 til 5-11 ikke gjelde for utstedere av verdipapirfond. På bakgrunn av at det vil kunne bli aktuelt å åpne for at verdipapirfond på et bestemt tidspunkt lukkes helt for ytterligere tegninger og innløsningskrav, foreslår utvalget at det inntas en hjemmel til slutt i § 5-4 fjerde ledd hvorefter det kan fastsettes bestemmelser om rapporteringsreglenes anvendelse overfor verdipapirfond som er opptatt til notering på et regulert marked.

Grunnfondsbevis

Utvalget antar på generelt grunnlag at gjeldende regulering av grunnfondsbevis bør videreføres. Det vises til lovutkastet til ny § 5-4 femte ledd. Bestemmelsene i § 5-5 flg. som gjelder for aksjeutstedere, vil med dette gis tilsvarende anvendelse på utstedere av grunnfondsbevis.

Flagging

Rapporteringsdirektivets regler i kapittel 3 om flagging gjelder som utgangspunkt aksjer og enkelte rettigheter til aksjer. Utvalget foreslår at virkeområdet til flaggebestemmelsene fremgår av vphl. ny § 4-2 (som erstatter dagens § 3-2). Også

her vil direktivets hjem- og vertstatsregulering komme til anvendelse. Som i dag bør de norske flaggreglene omfatte grunnfondsbevis.

13.2.4 Høringsinstansenes merknader

Norges Bank mener det er positivt at rapporteringsforpliktelsene til utstedere samles i et kapittel i forslag til ny verdipapirhandellov.

13.2.5 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at rapporteringsforpliktelsene til utstedere hvis omsettelige verdipapirer er eller er søkt opptatt til handel på et regulert marked, samles i nytt kapittel 5. Departementet støtter forslaget om at det i nytt kapittel 5 inntas regler om løpende og periodisk rapportering, samt om andre informasjonspliktige opplysninger, jf. rapporteringsdirektivet art. 16. I tillegg er departementet enig i kravet etter prospektdirektivet art. 10 (årlig oversikt fra utstedere over offentliggjort informasjon) tas inn i kapittel 5. Denne bestemmelsen finnes i dag i børsforskriften § 5-2, men hører også etter departementets oppfatning systematisk hjemme sammen med lovens øvrige rapporteringsbestemmelser. Videre bør de nærmere reglene om offentliggjøring av nevnte opplysninger inntas i kapittel 5. Videre er departementet enig med utvalget i at regler til gjennomføring av direktivet art. 17 og 18 om informasjonsgivning til hhv. aksjonærer og långivere inntas her.

Løpende informasjonsplikt

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om en bestemmelse i ny § 5-1 som angir virkeområdet for reglene om løpende informasjonsplikt, som foreslås tatt inn ny §§ 5-2 og 5-3. Disse reglene innebærer en videreføring av gjeldende rett, men gis nå en mer hensiktsmessig plassering, jf. ovenfor. Virkeområdet for reglene om løpende informasjonsplikt (som gjennomfører markedsmisbruksdirektivet) er videre enn bestemmelsene som gjennomfører rapporteringsdirektivet.

Departementet foreslår en bestemmelse om at reglene om løpende informasjonsplikt i §§ 5-2 og 5-3 gjelder for utstedere hvis finansielle instrumenter er eller søkt opptatt til handel på norsk regulert marked.

Det vises til lovforslaget § 5-1.

Periodisk rapportering mv.

Departementet deler utvalgets vurdering av at direktivets bestemmelser etter art. 1 nr. 2 skal

komme til anvendelse på «lukkede fond» dersom verdipapirfondsandelene er opptatt til notering på et regulert marked, og at fond med begrensninger i forhold til tegning og innløsning, jf. regler i vpfl. §§ 6-7 til 6-9 ikke er å betrakte som «lukkede fond» i direktivets forstand.

På bakgrunn av at det vil kunne bli aktuelt å åpne for at verdipapirfond lukkes for ytterligere tegninger og innløsningskrav, deler departementet utvalgets vurdering av at det bør inntas en hjemmel som gir adgang til å fastsette bestemmelser om at rapporteringsreglene i forslag til nye §§ 5-5 til 5-11 kan anvendes overfor verdipapirfond som er opptatt til notering på et regulert marked.

Departementet foreslår en bestemmelse om at departementet i forskrift kan gi regler om lovens anvendelse for verdipapirfond.

Det vises til lovforslaget § 5-4 sjette ledd siste punktum i.f.

Departementet deler utvalgets vurdering om at gjeldende regulering av grunnfondsbevis bør videreføres, og støtter forslaget om bestemmelser i lovforslaget §§ 5-5 flg. om periodisk rapportering, informasjon til aksjeeiere mv., offentliggjøring og innsending mv. også skal gis anvendelse for utstedere av grunnfondsbevis.

Departementet foreslår en bestemmelse om at forslag til ny vphl. §§ 5-5 til 5-14 skal gjelde tilsvarende for grunnfondsbevis så langt de passer dersom ikke annet fremgår av den enkelte bestemmelse.

Flagging

Departementet slutter seg til utvalgets forslag til bestemmelse om virkeområde for regler om flagging i forslaget til ny vphl. kap 4. Det vises til omtale av forslaget i kap. 16.

14 Hjem-/vertsstatsregulering

14.1 Norsk rett

Utvalget uttaler blant annet (NOU 2006:3 side 193):

«Norsk rett har som utgangspunkt intet skille mellom norske og utenlandske utstedere for så vidt gjelder rapportering og flagging. I gjeldende norsk rett er det heller ikke gjennomført et skille mellom hjemstats- og vertsstatsregulering».

14.2 EØS-rett

Utvalget uttaler følgende om hjem- og vertsstatsreglene i direktivet artikkel 2 og 3 (NOU 2006:3 side 192-193):

«Det fremgår av art. 3 nr. 1 at hjemstaten vil kunne pålegge utstedere, aksjonærer og fysiske og juridiske personer som angitt i direktivet art. 10 og 13, strengere krav enn de som følger av direktivet. Det fremgår videre av art. 3 nr. 2 bokstav a) at man i de tilfellene der man er vertstat ikke vil kunne stille strengere krav til fremleggelse av opplysninger ved opptak av omsettelige verdipapirer til notering enn de som følger av direktivet. En vertstat kan heller ikke pålegge aksjonærer, eller fysiske eller juridiske personer som angitt i art. 10 eller 13, strengere krav enn de som følger av direktivet, jf. art. 3 nr. 2 bokstav b). I de tilfeller der man har hjemstatskompetanse er således direktivet et såkalt minimumsdirektiv, mens det i vertstatstilfellene vil være krav om fullharmonisering.

Begrepene hjemstat og vertstat er definert i direktivet art. 2 bokstav i). I forhold til utstedere av aksjer, og utstedere av gjeldsinstrumenter som på utstedelsestidspunktet har en pålydende pr. enhet på mindre enn 1000 euro, eller tilnærmet identisk med eller mindre enn 1000 euro ved angivelse i annen valuta, er hjemstaten den medlemsstat hvor utstederen har sitt vedtektsbestemte sete, jf. art. 2 nr. 1 bokstav i) (i). Dersom utstederselskapet er stiftet i et tredjeland utenfor EØS-området, er hjemstaten den medlemsstat hvor utstederen skal innsende de årlige opplysninger til den kompetente myndighet i henhold til art. 10 i direktiv 2003/71/EF (prospekt). Hjemstaten vil i disse

tilfellene være den staten innenfor EØS-området der det først søkes om opptak av de omsettelige verdipapirene til handel på et regulert marked, jf. direktiv 2003/71/EF art. 2 nr. 1 bokstav m) (iii).

For andre utstedere enn de som er angitt i art. 2 nr. 1 bokstav i) (i) kan utstederselskapet selv foreta et hjemstatsvalg blant den staten der utstederselskapet har sitt vedtektsbestemte sete og andre medlemsstater der utsteder har gjeldsinstrumentene opptatt til handel på et regulert marked jf. art. 2 nr. 1 bokstav i) (ii). Bestemmelsen gjelder for utstedere av gjeldsinstrumenter som på utstedelsestidspunktet har en pålydende pr. enhet på mer enn 1000 euro (eller tilsvarende verdi på utstedelsestidspunktet hvis annen valuta). Utsteder kan kun velge én stat som sin hjemstat, og hjemstatsvalget skal være gyldig for minst tre år med mindre gjeldsinstrumentene ikke lenger er opptatt til notering på noe regulert marked innenfor EØS-området. Etter det utvalget forstår, må alle utstedere hvis omsettelige verdipapirer er opptatt til handel i EØS, velge en hjemstat (hvis de har en slik valgadgang). Dette betyr at samtlige utstedere vil ha en hjemstat i en EØS-stat (og være underlagt en hjemstatsregulering), og at enkelte vil ha både hjem- og vertstat. Tilsvarende forståelse er så vidt utvalget er kjent med, lagt til grunn i de andre nordiske landene.

Art. 2 nr. 1 bokstav j) definerer begrepet «vertstat» som enhver annen medlemsstat enn hjemstaten hvor verdipapirene er opptatt til handel på et regulert marked.

Transparensdirektivet har i art. 19 regler om hjemstatskontroll. Bestemmelsene er relevante ved vurderingen av direktivets hjem-/vertsstatsregulering, jf. art. 19 nr. 1 første ledd:

«Whenever the issuer, or any person having requested, without the issuer's consent, the admission of its securities to trading on a regulated market, discloses regulated information, it shall at the same time file that information with the competent authority of its home Member State. That competent authority may decide to publish such filed information on its Internet site.»

En utsteder (eventuelt annen person som har søkt om opptak til handel) som offentliggjør «regulated information» skal som det frem-

går sende opplysningene til den kompetente myndigheten i hjemstaten. Tilsynsmyndigheten kan velge å offentliggjøre opplysningene på sin hjemmeside. Art. 19 gjelder generelt, det vil si også i vertstatstilfellene. Dette betyr for eksempel at en svensk utsteder med verdipapirer opptatt til handel i Norge - i tillegg til å offentliggjøre «regulated information» på en effektiv måte i hele EØS, jf. art. 21 - skal sende opplysningene til den svenske kompetente myndigheten. Også flaggemeldinger skal sendes hjemstatens kompetente myndighet, jf. art. 19 nr. 3. Utstedere kan fritas fra plikten til å sende opplysninger til den kompetente myndigheten, for så vidt gjelder «information disclosed in accordance with Article 6 of Directive 2003/6/EC or Article 12 (6) of this Directive», jf. art. 19 nr. 3. Medlemsstatene kan med dette bestemme at opplysninger som offentliggjøres i medhold av markedsmisbruksdirektivet, samt flaggemeldinger, ikke må sendes tilsynsmyndigheten i hjemstaten. Slike opplysninger må imidlertid offentliggjøres, jf. art. 21».

14.3 Utvalgets forslag

Lovutvalget foreslår å beholde enkelte regler som innebærer strengere krav enn det som følger av direktivet i hjemstatstilfellene. Utvalget uttaler (NOU 2006:3 side 193-195):

«Direktivet gir i art. 3 nr. 1 utstederens hjemstat adgang til å ha strengere krav vedrørende periodisk og løpende rapportering enn de krav som fremgår av direktivet. En vertstat har derimot ikke adgang til å pålegge strengere krav enn de som følger av direktivet, og dette gjelder selv om utstederselskapet er pålagt strengere opplysningskrav enn de som følger av direktivet i sin hjemstat, jf. art. 3 nr. 2. Utvalget antar imidlertid at utstedere som søker om opptak av sine omsettelige verdipapirer til notering i en vertstat, gjennom kursnoteringsavtalen må kunne pålegges andre forpliktelser i forhold til periodisk og løpende rapportering enn de krav som følger av direktivet, forutsatt at lovgivningen ikke pålegger de regulerte markeder å stille slike strengere krav, jf. NOU 1999: 3 side 210.

Når det gjelder spørsmålet om hvorvidt utvalget vil foreslå å ha strengere regler enn de som følger av direktivet overfor utstedere der man har hjemstatskompetanse, antas det på generelt grunnlag å være hensiktsmessig å beholde enkelte norske særbestemmelser for så vidt gjelder flagging (for eksempel at det skal flagges straks, jf. vphl. dagens § 3-2 femte ledd (jf. ny § 4-2 sjette ledd)). Tilsvarende krav i

direktivet fremkommer av art. 12 nr. 2 hvor det heter «as soon as possible, but not later than four trading days»). Videre ser utvalget det som naturlig at kravene til delårsrapportering videreføres i hjemstatstilfellene. Det vises til drøftelsene i det følgende for så vidt gjelder den nærmere vurderingen av om en bør ha strengere regler der Norge har hjemstatskompetanse».

Utvalget uttaler følgende om periodisk rapportering, informasjon til aksjonærer mv. (NOU 2006:3 side 193-194):

«Hjemstatsregulering

All den tid utvalget finner det hensiktsmessig å videreføre enkelte av de norske reglene som er strengere enn direktivet, må bestemmelsen i art. 2 nr. 1 bokstav i) og j) om skillet mellom hjem-/vertstat gjennomføres. Direktivet er på dette punktet detaljert og relativt teknisk, noe som naturlig nok vil ha innvirkning på den norske gjennomføringsbestemmelsen.

Utvalget foreslår som nevnt at virkeområde for reglene om periodisk rapportering, informasjon til aksjonærer mv, angis i vphl. ny § 5-5. Første og annet ledd i forslaget lyder:

«(1) §§ 5-5 til 5-11 gjelder for utstedere med Norge som hjemstat hvis omsettelige verdipapirer er opptatt til handel på regulert marked.

(2) Norge er hjemstat for norske utstedere av aksjer, obligasjoner hvis pålydende pr. enhet er mindre enn 1000 euro eller tilsvarende beløp i annen valuta og utstedere fra land utenfor EØS som er forpliktet til å registrere opplysninger i medhold § 5-11 første ledd. Norge er i tillegg hjemstat for utsteder som ikke omfattes av forrige punktum såfremt utstederen:

1. har valgt Norge som hjemstat, og
2. er fra et EØS-land og dennes omsettelige verdipapirer er tatt opp til handel på et regulert marked.

Slik utsteder må enten være norsk eller ha sine omsettelige verdipapirer opptatt til handel på norsk regulert marked. Valget av Norge som hjemstat skal gjelde i minst tre år med mindre de omsettelige verdipapirene ikke lenger er opptatt til handel på et regulert marked.»

Etter forslaget til første ledd gjelder reglene i vphl. nye §§ 5-4 til 5-11 for utstedere med Norge som hjemstat. Nevnte bestemmelser omhandler:

- plikt til å avlegge årsrapport, jf. ny § 5-5,
- plikt til å avlegge delårsrapporter, jf. ny § 5-6,
- utstedere fra land utenfor EØS, jf. ny § 5-7,
- endrede rettigheter, status for åpne lån, jf. ny § 5-8,
- informasjon til aksjonærer, jf. ny § 5-9,

- informasjon til långivere, jf. ny § 5-10, og
- endringer i aksjekapitalen og stemmerettigheter, jf. ny § 5-11.

Bestemmelsene vil ikke gjelde der Norge er vertstat, jf. nedenfor.

Vertstatsregulering

Utvalget har vært i tvil med hensyn til hvilken regulering som bør foreslås i verdipapirhandelloven for vertstatstilfellene. Samtlige utstedere av omsettelige verdipapirer opptatt til handel i EØS, vil ha en medlemsstat som hjemstat. Utstedere med Norge som vertstat, vil derved ha en kompetent hjemstatsmyndighet å forholde seg til og en bakenforliggende hjemstatsregulering. Det er ikke adgang til å fastsette regler som er strengere enn direktivet der Norge er vertstat.

Transparencydirektivet bygger i likhet med MiFID og prospektdirektivet på prinsippet om hjemstatskontroll. Norske myndigheter vil derfor ikke kunne føre noen kontroll med den periodiske rapporteringen til utstederforetak med Norge som vertstat [1]. Utstederforetak med Norge som vertstat skal i tillegg til å offentliggjøre «regulated information», sende opplysningene til hjemstatens kompetente myndighet, jf. art. 19 [2]. Norske myndigheter vil derved ikke motta års- og delårsrapporter mv. som utarbeides av foretak med Norge som vertstat.

Gitt direktivets regler om hjemstatskontroll i art. 19, jf. forbudet mot strengere regler i vertstatstilfellene i art. 3 nr. 2, finner utvalget det naturlig at norsk rett ikke skal regulere innholdet til den periodiske finansielle rapporteringen til utstedere med Norge som vertstat. Utvalget finner det lite hensiktsmessig at norsk rett skal stille krav til denne rapportering når det ikke kan føres et tilsyn med at innholdskravene etterleveres. Etter utvalgets vurderinger bør det i vertstatstilfellene vises til hjemstatens regulering, jf. lovutkastet ny § 5-4 tredje ledd:

«Utstedere med Norge som vertstat skal følge hjemstatens lovgivning for så vidt gjelder forholdene regulert i §§ 5-5 til 5-11. Norge er vertstat for utstedere med annet EØS-land som hjemstat hvis verdipapirer er opptatt til handel på norsk regulert marked.»

Som det fremgår vil Norge være vertstat for utstedere med annet EØS-land som hjemstat, forutsatt at utstedernes omsettelige verdipapirer er opptatt til handel på et norsk regulert marked. Til illustrasjon vil et svensk utstederforetak som alene er opptatt til handel på Oslo Børs, ha Sverige som hjemstat og Norge som vertstat. Etter forslaget til tredje ledd vil en slik utsteder være underlagt svensk rett for så vidt gjelder utarbeidelse av års- og delårsrapporter, endringer av rettigheter knyttet til aksjer, sta-

tus for åpne lån, informasjon til aksjonærer og långivere, samt opplysninger om aksjekapitalendringer, jf. §§ 5-4 til 5-11. Etter MiFID art. 40 vil regulerte markeder ha en plikt til å påse at utstedere etterlever sine rapporteringsforpliktelser, jf. dets art. 40 nr. 3 omtalt i utredningen pkt. 7.1.

Utvalget bemerker at en slik reguleringsmåte er ny i verdipapirhandelloven. En slik tilnærming er likevel i tråd med direktivet. En innvending mot denne løsningen kan umiddelbart synes å være at norske investorer ikke vil ha samme tilgang til opplysninger som investorer i foretakets hjemstat. Videre kan det hevdes å være lite naturlig at en utsteder skal kunne være opptatt til handel på norsk regulert marked uten at norske myndigheter fører tilsyn med foretakets periodiske finansielle rapportering. Med hensyn til førstnevnte skal norske investorer i et «vertstatsforetak», som utgangspunkt være like godt stilt som investorer fra foretakets hjemstat med hensyn til tilgang til «regulated information». Det følger av art. 20 at utstedere skal sørge for en effektiv offentliggjøring av opplysninger som i rimelig grad sikrer tilgang i hele EØS-området. Art. 20 er nærmere omtalt i utredningen pkt. 15.1 nedenfor. Når det gjelder sistnevnte innvending er det å bemerke at gjeldende norske regler om kontroll med finansiell rapportering, kun omfatter norske utstedere, jf. vphl. § 12-1 tredje ledd. Når det gjelder kontroll av periodisk finansiell rapportering bygger altså norsk rett allerede på et hjemstatsprinsipp.

Utvalget bemerker at reglene om løpende informasjonsplikt (det vil si bestemmelsene om offentliggjøring av kurssensitive opplysninger), ikke inneholder noen sondering mellom hjem- og vertstatstilfellene. Utstedere fra andre land som er opptatt til handel på norsk regulert marked vil derved være underlagt reglene om løpende informasjonsplikt på lik linje med norske utstedere, jf. forslaget til ny § 5-1.»

Om regler om flaggeplikt uttaler utvalget (NOU 2006:3 side 195):

«Utvalget finner det i tråd med ovennevnte naturlig å foreslå at norske flaggereglene skal gjelde i forhold til utstedere av omsettelige verdipapirer opptatt til handel på regulert marked med Norge som hjemstat. Det vises til pkt. 14.1.3 nedenfor for en nærmere omtale av lovutkastet § 4-2».

14.4 Høringsinstansenes merknader

Norges Bank viser til at utvalget på flere punkter foreslår å videreføre norsk regulering som avviker fra direktivets minimumsbestemmelser, i noen

sammenhenger angis ikke annen begrunnelse enn at det er «hensiktsmessig». I anledning dette uttaler Norges Bank:

«det bør foretas en gjennomgang av hver av de enkelte reglene og vurdere nytte mot eventuelle merkostnader og ikke minst ta i betraktning om det vil utvikle seg en felles EØS-standard. Om en slik standard utvikles, skal det trolig en god del til før det kan forsvares å ha særskilte norske regler».

Den Norske Advokatforening viser til at det er et økende antall utstedere på Oslo børs som ikke har Norge som hjemstat. Etter foreningens syn vil

«en aktiv bruk av adgangen til å sette strengere regler for utstedere der Norge er hjemstat medfører en relativt uoversiktlig situasjon i det norske verdipapirmarkedet med hensyn til hvilke regler som gjelder. En strengere regulering der Norge er hjemstat bør følgelig være godt begrunnet».

FNH/Sparebankforeningen uttaler at

«vi registrerer at utvalget finner det hensiktsmessig å videreføre enkelte av de norske reglene som er strengere enn direktivet. Det kan ikke utelukkes at vel innarbeidede regler som sikrer markedets integritet og effektivitet gir økt transparens, i visse tilfeller bør kunne opprettholdes. I sin alminnelighet er vi likevel for mest mulig harmonisering».

FNH/Sparebankforeningen uttaler:

«Hjemstat er definert i lovutkastet § 5-4, men definisjonen får også anvendelse under kapittel 4 om meldeplikt. I utgangspunktet ville vi tro at det var de samme hjemstatsregler som gjaldt for prospektreglene i kapittel 7. Vi ser likevel at det kunne være fordelaktig for berørte aktører dersom spørsmålet om hva som er rette hjemstat ble definert i lovens kapittel 2 Definisjoner, og på den måten få anvendelse på hele loven».

Justisdepartementet uttaler følgende om utvalgets forslag til bestemmelse av virkeområde for reglene om periodisk informasjonsplikt mv. i § 5-4 annet ledd:

«I angivelsen av virkeområdet for §§ 5-5 til 5-11 brukes i annet ledd begrepet «norske utstedere» som en del av en regulering av i hvilke tilfeller utstedere skal anses å ha Norge som hjemstat. Vi kan ikke se at det er gitt noen klargjøring av i hvilke tilfeller enutsteder skal anses å være «norsk».

Ingen av de øvrige høringsinstansene har merknader til utvalgets forslag.

14.5 Departementets vurdering

Innledningsvis vil departementet slutte seg til utvalgets vurderinger med hensyn til direktivets skille mellom hjemstats- og vertsstatsregulering. I likhet med utvalget legger departementet til grunn at en hjemstat etter direktivet, jf. art 3 nr 1, kan stille strengere krav til utstedere, aksjonærer samt fysiske og juridiske personer omhandlet i direktivet artikkel 10 og 13 enn det som er enn angitt i direktivet (direktivet er i denne sammenheng å anse som et minimumsdirektiv). En vertsstat vil imidlertid ikke kunne stille strengere krav til fremleggelse av opplysninger/krav til opptak enn angitt i direktivet (krav om fullharmonisering), jf. art 3 nr. 2. Departementet er enig med utvalget i at vertsstaten etter direktivet art 3 nr. 2 er avskåret fra å stille strengere krav enn direktivet også i tilfeller hvor utstederforetaket er pålagt strengere krav enn direktivet i sin hjemstat. Departementet antar imidlertid, som utvalget, at utstedere som søker om opptak av sine omsettelige verdipapirer til notering i en annen vertsstat, gjennom kursnoteringsavtalen må kunne pålegges andre forpliktelser i forhold til periodisk og løpende rapportering enn de krav som følger av direktivet.

Departementet er enig i at det kan være hensiktsmessig å beholde enkelte bestemmelser i norsk rett som går lenger enn direktivets minimumsregler. Følgelig vil det være behov for å gjennomføre skillet mellom hjem- og vertsstat i norsk rett. Departementet slutter seg til utvalgets forslag til en bestemmelse i ny verdipapirhandel for utstedere med Norge som hjemstat med hensyn til periodisk rapportering, informasjon til aksjonærer mv. I utvalgets forslag til § 5-4 første ledd er virkeområdet for forslag til §§ 5-5 til 5-11 begrenset til utstedere med Norge som hjemstat hvis omsettelige verdipapirer er opptatt til handel på regulert marked.

Som utvalget har foreslått, vil en definisjon av hjemstat ta utgangspunkt i definisjonen av «home Member State» i direktivet art. 2 nr. 1 (i). Departementet mener imidlertid det er hensiktsmessig om definisjonens ordlyd i større grad utformes i tråd med definisjonen i direktivet. Blant annet bør det tas utgangspunkt i at utstedere av aksjer og utstedere av gjeldsinstrumenter hvis pålydende per enhet er mindre enn 1000 euro eller tilsvarende beløp i annen valuta, etter direktivet vil ha Norge som hjemstat dersom utsteder er fra en EØS-stat og har «registered office» i Norge, jf. direktivet artikkel 2 nr. 1 (i) underpunkt (i) første strekpunkt.

Departementet foreslår at Norge skal være hjemstat for utstedere av aksjer og gjeldsinstrumenter hvis pålydende per enhet er mindre enn

1000 euro eller tilsvarende beløp i annen valuta dersom utsteder er hjemmehørende i EØS og har sitt hovedkontor i Norge. Det vises til forslaget til § 5-4 annet ledd. Bestemmelsen gjennomfører direktivet artikkel 2 nr. 1 (i) underpunkt (i) første strekpunkt.

For utstedere hjemmehørende i tredjeland vil Norge være hjemstat dersom utsteder er forpliktet til å registrere opplysninger i medhold av forslag til ny § 5-11 første ledd, jf. forslaget til ny § 5-4 tredje ledd. Bestemmelsen gjennomfører direktivet artikkel 2 nr. 1 (i) underpunkt (i) annet strekpunkt.

For gjennomføring av direktivet art. 2 nr. 1 (i) underpunkt (ii) foreslås det at Norge i tillegg til tilfeller omhandlet i annet ledd skal være hjemstat for utsteder som har valgt Norge som utsteder, og som er fra annet EØS-land og dennes omsettelige verdipapirer er tatt opp til handel på et regulert marked. Slik utsteder må enten være norsk eller ha sine omsettelige verdipapirer opptatt til handel på norsk regulert marked. Videre må valget av Norge som hjemstat gjelde i minst tre år med mindre de omsettelige verdipapirene ikke lenger er opptatt til handel på et regulert marked. Departementet viser til forslaget til ny vphl. § 5-4 fjerde ledd.

Utvalget uttrykker tvil om hvilken regulering som bør foreslås i verdipapirhandelloven for utsteder hvor Norge er vertsstat. Departementet slut-

ter seg til utvalgets forslag om at utstedere med Norge som vertsstat skal følge hjemstatens lovgivning hva angår forholdene regulert i §§ 5-5 til 5-11. I likhet med utvalget tar departementet ved denne vurderingen utgangspunkt i at prinsippet om hjemstatskontroll vil føre til at norske myndigheter ikke vil kunne føre kontroll med den periodiske rapporteringen til utstederforetak med Norge som vertsstat, jf. kravet i art. 19 om at «regulated information» skal sendes hjemstatens kompetente myndighet. Med bakgrunn i reglene om hjemstatskontroll finner departementet, som utvalget, at norsk rett ikke bør stille krav til innholdet i periodisk rapportering til utsteder med Norge som vertsstat, men at det i disse tilfellene vises til hjemstatens regulering. Departementet deler derfor utvalgets forslag til bestemmelse om at utstedere med Norge som vertsstat skal følge hjemstatens lovgivning for så vidt gjelder forholdene regulert i ny vphl. §§ 5-5 til 5-11.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om en definisjon av vertsstat, jf. forslag til ny § 5-4 femte ledd.

I tråd med begrunnelsen ovenfor støtter departementet utvalgets forslag om at norske flaggere skal gjelde i forhold til utstedere av omsettelige verdipapirer opptatt til handel på regulert marked med Norge som hjemstat, jf. omtale i kap 16.

15 Periodisk rapportering

15.1 Årlig rapporteringsplikt

15.1.1 Norsk rett

Utvalget uttaler følgende om regnskapsplikt og bruk av internasjonale regnskapsstandarder etter norsk rett (NOU 2006:3 side 197):

«De alminnelige reglene om regnskapsplikt, utarbeidelse av årsregnskap mv. følger av regnskapsloven (lov av 17. juli 1998 nr. 56) kapittel 1 og 3. Regnskapsloven gjelder generelt, dvs. både for foretak hvis verdipapirer er og ikke er opptatt til handel på et regulert marked. Regnskapspliktige er i § 1-2 definert som blant annet allmennaksjeselskap, statsforetak, finansinstitusjoner og verdipapirfond. Regnskapspliktige foretak skal etter regnskapsloven §§ 3-1 og 3-2 utarbeide årsregnskap og årsberetning på henholdsvis selskaps- og konsernnivå. Årsregnskapet og årsberetningen skal som hovedregel fastsettes innen seks måneder etter regnskapsårets slutt, jf. § 3-1 første ledd annet punktum.

Regnskapsloven § 3-9 gjennomfører forordning 1606/2002/EF (IFRS-forordningen) om anvendelse av internasjonale regnskapsstandarder. Det er i forordningen forutsatt at det skal utarbeides et konsernregnskap, jf. art. 4. De nærmere vilkårene knyttet til om det skal utarbeides et konsernregnskap er med andre ord regulert i nasjonal rett. Det er i regnskapsloven § 3-1 tredje ledd gjort unntak fra en rekke av regnskapslovens bestemmelser for foretak som omfattes av lovens § 3-9 (dvs. foretakene som anvender internasjonale regnskapsstandarder), for eksempel § 3-2a om rettvise bilde og § 3-6 om konsernregnskap.

Etter regnskapsloven § 3-5 skal samtlige styremedlemmer og daglig leder undertegne årsregnskap og årsberetning».

Om børsforskriftens regler om årsregnskap mv. uttaler utvalget:

«Særlige regler om informasjonsplikt for utstedere av noterte omsettelige verdipapirer finnes i børsloven §§ 5-7 og 6-8. Det er i medhold av børsloven § 5-7 gitt nærmere regler for henholdsvis aksje- og obligasjonsutsteder i børsforskriften (forskrift av 17. januar 1994 nr. 30) kapittel 6 og 10. Det fremgår av børsforskriften § 6-2 at selskap med børsnoterte aksjer skal

avlegge årsregnskap og årsberetning i henhold til regnskapslovgivningen og bestemmelser fastsatt i børsforskriften. Delårsrapporter, herunder foreløpig årsregnskap, skal vedtas av selskapets styre innen tre måneder etter regnskapsårets utgang, og sendes børsen straks de er vedtatt av styret, jf. børsforskriften §§ 6-3 og 6-4. Etter forskriften § 6-5 første ledd skal styrets forslag til årsregnskap og årsberetning sendes børsen, som skal offentliggjøre melding om at dokumentene er mottatt og hvor de er tilgjengelige. Det er i § 6-5 første ledd ikke fastsatt noen frist for denne innsendelsen, men lest i sammenheng med § 6-4 om innsendelse av delårsrapporter er det rimelig å anta at styrets forslag skal sendes børsen straks det er vedtatt. Børsforskriften § 6-6 inneholder regler om visse tilleggssopplysninger for årsregnskapet til børsnoterte aksjeutstedere. Det skal i resultatregnskapet gis tilsvarende tall for de to foregående årsregnskapene, mens det i balansen skal gis tilsvarende tall fra foregående årsregnskap. Om nødvendig skal tallene omarbeides for å bli sammenlignbare. I den grad norske selskaper avlegger årsregnskap også etter andre regnskapsprinsipper, skal disse regnskapene oversendes børsen senest samtidig med offentliggjøring, jf. § 6-6 femte ledd.

Det fremgår av børsforskriften § 10-9 at låntager med børsnoterte obligasjoner skal utarbeide årsregnskap og årsberetning i samsvar med regnskapsloven og børsforskriften (likevel slik at utenlandske utstedere kan rapportere etter alminnelig aksepterte regnskapsstandarder). Etter § 10-10 skal styret eller tilsvarende organs forslag til årsregnskap og årsberetning foreligge innen tre måneder etter regnskapsårets slutt. Nærmere regler om innsendelse til børsen og offentliggjøring følger av § 10-11. Det er i forskriften § 10-12 første ledd inntatt en bestemmelse som tilsvarer § 6-6 femte ledd, jf. over. Børsen kan etter § 10-13 gjøre unntak fra §§ 10-9 til 10-12 dersom særlige forhold tilsier det».

Om Kredittilsynets kontroll av norske utstede- res finansielle rapportering uttaler utvalget:

«Kredittilsynet fører etter vphl. § 12-1 tredje ledd kontroll med at den finansielle rapporteringen til norske utstedere hvis omsettelige

verdipapirer er eller søkes notert på børs, autorisert markedsplass eller et regulert marked i en annen EØS-stat, er i samsvar med lov og forskrift. Finansiell rapportering innbefatter blant annet årsregnskap, årsberetning og delårsrapporter. Det er i medhold av vphl. §§ 12-1 tredje ledd og 12-2 sjette ledd, fastsatt en forskrift av 13. oktober 2005 (regnskapskontrollforskriften) om Kredittilsynets kontroll. Det vises til utredningen kapittel 21».

Departementet har ingen merknader til utvalgets fremstilling av gjeldende rett.

15.1.2 EØS-rett

Utvalget uttaler følgende om plikten til å offentliggjøre en årsrapport etter direktivet artikkel 4 (NOU 2006: 3 side 196):

«Etter direktivet art. 4 nr. 1 skal en utsteder senest fire måneder etter utgangen av hvert regnskapsår offentliggjøre en årsrapport («annual financial report»), og sørge for at den forblir offentlig tilgjengelig i minst fem år. Plikten til offentliggjøring av en årsrapport gjelder for utstedere av omsettelige verdipapirer som definert i direktivet art. 2 nr. 1 bokstav d), som er opptatt til notering på et regulert marked. Direktivet har utover fristen på fire måneder, ingen nærmere regulering av når årsrapporten skal fastsettes. Det kan med dette oppstilles krav i nasjonal rett om når årsregnskapet mv. skal vedtas av generalforsamlingen, jf. nedenfor.

Det følger av direktivet art. 4 nr. 2 at årsrapporten som utsteder skal offentliggjøre skal inneholde:

- a) revidert årsregnskap
- b) årsberetning («the management report»)
- c) en erklæring fra de ansvarlige personer hos utsteder, med tydelig angivelse av navn og stillingsbetegnelse, om at, etter deres beste overbevisning, årsregnskapet er utarbeidet i samsvar med gjeldende regnskapsstandarder og at opplysningene i regnskapet gir et rettviseende bilde av foretaket og konsoliderte foretaks eiendeler, gjeld, finansiell stilling og resultat som helhet, og at årsberetningen gir et rettviseende bilde av den forretningsmessige utviklingen og resultatet til foretaket og konsoliderte foretak, sammen med en beskrivelse av sentrale risiko- og usikkerhetsfaktorer virksomheten står overfor.

Når det gjelder innholdet av årsrapporten, heter det i art. 4 nr. 2 bokstav a) «audited financial statements». Etter ordlyden er det ikke umiddelbart klart om det her er snakk om sty-

rets forslag til årsregnskap eller det endelige årsregnskapet vedtatt av generalforsamlingen. Lest i sammenheng synes det imidlertid klart at art. 4 omhandler styrets forslag til årsregnskap.

Det fremgår av direktivet art. 4 nr. 3 at hvor utsteder er pålagt å utarbeide konsernregnskap i henhold til direktiv 83/349/EF om konsoliderte regnskaper (syvende selskapsrettsdirektiv), skal årsregnskapet utarbeides i henhold til forordning 1606/2002/EF om anvendelse av internasjonale regnskapsstandarder (IFRS-forordningen). Årsregnskapet til morselskapet skal utarbeides i overensstemmelse med nasjonal lovgivning i den medlemsstaten der morselskapet er stiftet («incorporated»). Hvor utsteder ikke er pålagt å utarbeide konsernregnskap følger det av art. 4 nr. 3 annet ledd at årsregnskapet skal bestå av regnskapet utarbeidet i samsvar med nasjonal lovgivning i den medlemsstaten der selskapet er stiftet.

Det fremgår av art. 4 nr. 4 første ledd at årsregnskapet skal være gjenstand for revisjon i overensstemmelse med art. 51 og 51a i fjerde rådsdirektiv 78/660/EF (fjerde selskapsrettsdirektiv), og hvis utsteder er pålagt å utarbeide konsernregnskap, i overensstemmelse med art. 37 i direktiv 83/349/EF. Det fremgår videre av art. 4 nr. 4 annet ledd at revisjonsberetningen skal være undertegnet av den eller de personer som er ansvarlige for regnskapsrevisjonen og fremlegges i sin helhet til offentliggjøring sammen med årsrapporten.

Det fremgår av art. 4 nr. 5 at styreberetningen skal utarbeides i henhold til art. 46 i direktiv 78/660/EF, og hvis utsteder er pålagt å utarbeide konsernregnskap, i henhold til art. 36 i direktiv 83/349/EF.

Det fremgår av art. 4 nr. 5 at kommisjonen skal utarbeide nærmere bestemmelser vedrørende plikten til offentliggjøring av årsrapporten. Det er særlig fremhevet at kommisjonen skal utarbeide «technical conditions» for hvorledes årsrapporten, inkludert revisjonsberetningen, skal forbli offentlig tilgjengelig. Det åpnes også for at kommisjonen kan foreta tilpasninger i forhold til den femårsperiode som er angitt i art. 4 nr. 1. Det er i direktivutkastet til utfyllende regler (ESC/34/2005) ikke inntatt forslag til nærmere bestemmelser om årsrapport».

15.1.3 Utvalgets forslag

Utvalget legger til grunn at det vil være nødvendig med noen lovendringer for å sikre fullstendig gjennomføring av EØS-regler som svarer til direktivet artikkel 4. Utvalget uttaler (NOU 2006: 3 side 197-199):

«Norsk rett tilfredsstiller langt på vei kravene i direktivet art. 4. Utvalget viser i denne forbindelse til at IFRS-forordningen er gjennomført i norsk lov, i likhet med fellesskapsreglene om revisjon og regnskap mv. På enkelte punkter er det ikke samsvar mellom transparencydirektivet art. 4 og norsk rett. Uavhengig av dette har norsk rett en noe fragmentert regulering av utsteders periodiske finansielle rapportering. Utvalget foreslår på denne bakgrunn at de relevante bestemmelsene samles i verdipapirhandeloven, jf. lovutkastet §§ 5-5 og 5-6.

For så vidt gjelder utarbeidelse og offentliggjøring av årsrapport foreslår utvalget en ny § 5-5 til gjennomføring av art. 4. Norsk rett inneholder i dag ikke begrepet «årsrapport», men dette synes å være en hensiktsmessig oversettelse av direktivet «annual financial reports». I den danske direktivversjonen benyttes «årsrapporten».

Lovutkastet § 5-5 vil gjelde for utstedere med Norge som hjemstat hvis omsettelige verdipapirer er opptatt til handel på et regulert marked, jf. lovutkastet § 5-4 omtalt i utredningen pkt. 12.3. Utstedere med Norge som vertstat vil være pålagt å utarbeide og offentliggjøre årsrapport i samsvar med hjemstatens lovgivning. Utvalget antar at lovutkastet § 5-5 vil være mest praktisk for aksje- og obligasjonsutstedere (herunder grunnfondsbevisutstedere), men foreslår i tråd med direktivet at utstedere av omsettelige verdipapirer opptatt til handel på regulert marked, underlegges rapporteringsforpliktelsen, jf. lovutkastet §§ 5-5 første ledd og 5-4 første ledd».

Om plikten til å utarbeide og offentliggjøre årsrapport viser utvalget til et forslag til ny § 5-5 første ledd:

«Etter lovutkastet § 5-5 første ledd skal utsteder avlegge årsrapport i henhold til regnskapslovgivningen og bestemmelser fastsatt i og i medhold av verdipapirhandeloven. Dette er langt på vei en videreføring av dagens systematikk, jf. børsforskriften §§ 6-2 første ledd og 10-9 første ledd, og medfører at regnskapslovgivningen vil avgjøre spørsmål om konsolidering, «rapporteringsspråk» mv. En slik tilnærming er i samsvar med direktivet. Også ikke-norske foretak vil kunne ha Norge som hjemstat, og for disse foretakenes del må henvisningen til «regnskapslovgivningen» forstås som en henvisning til nasjonal rett.

Utvalget foreslår at plikten til å offentliggjøre årsrapporten fremkommer av lovutkastet § 5-5 tredje ledd:

«Årsrapport og revisjonsberetning skal offentliggjøres sammen etter § 5-12 senest fire måneder etter regnskapsårets utgang. Utsteder skal

sørge for at årsrapporten forblir offentlig i minst fem år.»

Som det fremgår, foreslås det at årsrapporten og revisjonsberetningen skal offentliggjøres sammen. Dette er i samsvar med direktivet, jf. art. 4 nr. 4 annet ledd. De nærmere kravene til revisors oppgaver vil være regulert i revisorloven.

Etter gjeldende rett skal styrets forslag til årsregnskap vedtas innen tre måneder etter regnskapsårets utgang, jf. børsforskriften §§ 6-3 første ledd og 10-10. Direktivets frist for offentliggjøring av årsrapport er fire måneder, jf. art. 4 nr. 1. All den tid kravene til årsrapport etter direktivet er noe mer omfattende enn gjeldende rapporteringskrav, foreslår utvalget direktivets løsning. Det presiseres imidlertid at vilkåret om utarbeidelse og offentliggjøring av foreløpig årsregnskap for aksjeutstedere, det vil si delårsrapport for årets fjerde kvartal, fortsatt bør være to måneder, jf. lovutkastet § 5-6 og pkt. 13.2 nedenfor.

I tråd med direktivet foreslår utvalget at utsteder skal sørge for at årsrapporten forblir offentlig i minst fem år. Utsteder kan i denne forbindelse for eksempel ha årsrapporten tilgjengelig i elektronisk format på sin hjemmeside. Nærmere regler om offentliggjøring er foreslått i ny § 5-12 omtalt i utredningen pkt. 15.3. Det er ikke foreslått endringer i gjeldende bestemmelser om registrering av regnskapsopplysninger mv.

Utvalget foreslår at de innholdsmessige kravene til årsrapporten reguleres i ny 5-5 annet ledd, og uttaler følgende:

«...Langt på vei foreslår utvalget her en ordrett gjennomføring av direktivet art. 4 nr. 2. Enkelte presiseringer er likevel hensiktsmessige. For det første bør det presiseres at årsrapporten skal bestå av styrets forslag til årsregnskap og årsberetning. Forslaget til årsregnskap skal være revidert. Utenlandske utstedere med Norge som hjemstat, vil kunne være underlagt særskilte krav til utarbeidelsen av årsberetningen, for eksempel at foretakets ledelse skal avgi denne. Bestemmelsen må leses i lys av dette, jf. henvisningen til «regnskapslovgivningen» i første ledd.

Transparencydirektivet har i art. 4 nr. 2 bokstav c), nærmere krav til erklæringer fra personene i foretaket som er ansvarlig for årsregnskapet. Utvalget foreslår at bestemmelsen gjennomføres som ny § 5-5 annet ledd bokstav c):

«erklæring fra personene ansvarlig hos utstederen, med tydelig angivelse av navn og stillingsbetegnelse, om at årsregnskapet, etter deres beste overbevisning, er utarbeidet i samsvar med gjeldende regnskapsstandarter og at

opplysningene i regnskapet gir en rettviseende oversikt over foretakets og konsoliderte foretaks eiendeler, gjeld, finansielle stilling og resultat som helhet, og at årsberetningen gir en rettviseende redegjørelse av utviklingen, resultatet og stillingen til foretaket og konsoliderte foretak, sammen med en beskrivelse av de mest sentrale risiko- og usikkerhetsfaktorer foretakene står overfor.»

Hensikten med erklæringen er å tydeliggjøre de aktuelle personenes ansvar for regnskapsavleggelsen. Erklæringen vil omhandle mange av de samme forholdene som årsberetningen, jf. regnskapsloven § 3-3a. Gitt de omfattende norske kravene til årsberetning og kravet om undertegning av årsregnskapet og årsberetningen, antar utvalget at regnskapspliktige etter regnskapsloven ikke behøver å utarbeide erklæring som nevnt. Utenlandske utstedere med Norge som hjemstat, må imidlertid avgi erklæring (og på grunn av disse må direktivbestemmelsen gjennomføres i norsk rett).

Det kan etter direktivet art. 4 nr. 2 bokstav c) synes noe uklart hvem som skal avgi erklæringen, jf. «persons responsible within the issuer». En tolkning er at personene med det overordnede ansvaret for regnskapsavleggelsen, typisk styret og daglig leder, skal avgi erklæringen. En annet alternativ er at disse personene og andre som rent faktisk har et ansvar for regnskapsavleggelsen, typisk finansdirektøren og «nøkkelregnskapsmedarbeidere», avgir erklæringen. Utvalget legger til grunn det første tolkningsalternativet. I norske utstederforetak vil styret ha det overordnede ansvar for årsregnskapet og årsberetningen, jf. regnskapsloven § 3-5 om undertegning av årsregnskap og årsberetning. Utvalget legger som nevnt til grunn at regnskapspliktige etter regnskapsloven ikke behøver å utarbeide slik erklæring. Med hensyn til utenlandske foretak med Norge som hjemstat, må erklæringen utarbeides av personene som er ansvarlige for regnskapsavleggelsen etter regnskapsreglene som gjelder for vedkommende utsteder.

Etter art. 4 nr. 2 bokstav c) skal personer ansvarlig for årsregnskapet erklære at regnskapet er utarbeidet i samsvar med gjeldende regnskapsstandarter, samt at regnskapet gir et «true and fair view» av utstederen og konsoliderte foretaks eiendeler, gjeld mv. Videre skal personene erklære at årsberetningen inneholder en «fair review» av utviklingen til utstederen og konsoliderte foretak, samt en beskrivelse av viktige risikoelementer. Utvalget antar at «rettviseende bilde» er en adekvat oversettelse av «true and fair view». I regnskapsloven benyttes «rettviseende bilde» i § 3-2a, men denne bestemmelsen gjelder ikke for såkalte

IFRS-foretak, jf. § 3-1 tredje ledd. Videre antar utvalget at «rettviseende oversikt» er adekvat oversettelse av «fair review». I regnskapsloven § 3-3a om årsberetningens innhold (som gjelder for IFRS-foretak), benyttes «rettviseende oversikt».

Det er etter utvalgets vurdering ikke nødvendig å gjennomføre direktivet art. 4 nr. 3, 4 og 5 om konsernregnskap, revisjon og krav til årsberetning særskilt ettersom tilsvarende regulering allerede følger av norsk rett.

I forslaget til § 5-5 fjerde ledd foreslår utvalget å videreføre børsforskriften § 6-5 annet ledd om revisors merknader med små justeringer. Videre foreslås det at § 6-5 tredje ledd om bedriftsforsamlingen eller representantskapets innsigelser videreføres. Bestemmelsene vil, som i dag, kun gjelde for norske utsteder. Utvalget har vurdert, men ikke funnet grunn til å innta noen generell adgang for kontrollmyndigheten (det vil si Kredittilsynet) til å dispensere fra rapporteringskravet i § 5-5. Slik dispensasjonsadgang finnes i dag i børsforskriften § 6-7. Adgangen bør imidlertid videreføres i regelen om delårsrapportering ettersom denne savner motstykke i direktivet, jf. lovutkastet § 5-6 syvende ledd.

I lovutkastet § 5-5 foreslår utvalget at det inntas en forskriftshjemmel for nærmere regler om årsrapporten, herunder om innhold, avleggelse og hvordan denne skal offentliggjøres.

15.1.4 Høringsinstansenes merknader

Næringslivets Hovedorganisasjon støtter forslaget til implementering av direktivets regler om plikt til å avlegge årsrapport og at direktivteksten legges til grunn i forslag til bestemmelse i ny verdipapirhandellov.

Justisdepartementet bemerker at forslagene til § 5-5 annet ledd nr. 3 og § 5-6 annet ledd nr. 3 er gitt en «tung språklig utforming som er lite tilgjengelig og brukervennlig», og antar en oppdeling i flere setninger vil kunne gjøre bestemmelsene mer leservennlig.

Kredittilsynet, Finansnæringens Hovedorganisasjon/Sparebankforeningen stiller seg positive til å samle regler om løpende og periodisk rapportering ett sted.

Kredittilsynet har merknader til forslaget i § 5-5 annet ledd nr. 3 om erklæring om riktigheten av årsrapporten fra personene ansvarlig for regnskapsavleggelsen. Tilsynet viser til at lovutvalget antar at regnskapspliktige etter regnskapsloven ikke behøver å utarbeide slik erklæring. Lovutvalget har begrunnet dette synet med de omfattende

kravene til årsberetning i norsk lovgivning samt kravet til undertegning av årsregnskap. Kredittilsynet er uenig med lovutvalget i denne vurderingen, og uttaler:

«Regnskapslovens regulering av årsberetning og undertegning av årsregnskap vil formentlig ivareta de hensynene som ligger til grunn for erklæringen i direktivets art. 4 nr. 2 litra c). Kredittilsynet kan imidlertid ikke se at kravene til undertegning av årsregnskap og utarbeidelse av årsberetning i regnskapsloven §§ 3-5 og 3-3a på den ene siden, og transparencydirektivet art. 4 nr. 2 litra c) på den andre siden, fullt ut er sammenfallende. For eksempel savner norsk rett krav om en eksplisitt erklæring fra styret og ledelsen om at gjeldende regnskapsstandarter er fulgt. Etter Kredittilsynets vurdering kan transparencydirektivet art. 4 nr. 2 litra c) vanskelig sies å være tilstrekkelig gjennomført med utvalgets tolkning. Kredittilsynet foreslår at det presiseres at også regnskapspliktige etter regnskapsloven må avgi erklæring som nevnt».

Den Norske Advokatforening og Næringslivets Hovedorganisasjon deler imidlertid lovutvalgets forståelse av at regnskapspliktige etter regnskapsloven ikke behøver å utarbeide en erklæring som nevnt i direktivet art 4 nr. 2 c). I likhet med utvalget mener disse at innholdskravet til erklæringen omfattes av dagens krav til erklæring knyttet til avgivelse av årsregnskap og årsberetning.

Ingen av de øvrige høringsinstansene har merknader til utvalgets forslag.

15.1.5 Departementets vurdering

Departementet deler utvalgets vurdering av at det på noen punkter ikke er samsvar mellom direktivet art. 4 og gjeldende norsk regelverk. Dette gjelder blant annet direktivets regler om at personene som er ansvarlige for regnskapsavleggelsen skal avgi en erklæring, jf. nærmere omtale nedenfor. Det er etter departementets vurdering nødvendig med særskilte lovregler for å sikre gjennomføring av disse forpliktelsene. Departementet er for øvrig enig med utvalget i at gjeldende regelverk fremstår som fragmentert. Departementet slutter seg derfor til utvalgets forslag om at de relevante bestemmelsene samles i verdipapirhandelloven.

Utvalget foreslår en ny § 5-5 til gjennomføring av direktivet art. 4. Departementet foreslår, i likhet med utvalget, at bestemmelsen til gjennomføring av direktivet art. 4 skal gjelde for utstedere med Norge som hjemstat hvis omsettelige verdipapirer er opptatt til handel på regulert marked. Det vises

til nærmere omtale av vertsstat/hjemstat i kapittel 14.

Plikten til å utarbeide og offentliggjøre årsrapport

Som utvalget har beskrevet, jf. pkt. 15.1.3 ovenfor, har norske børsnoterte foretak regnskapsplikt etter regnskapsloven og revisjonsplikt etter revisorloven. Utenlandske foretak som er børsnotert i Norge vil derimot ha regnskaps- og revisjonsplikt etter regler i den staten hvor foretaket er hjemmehørende, og ikke etter norsk lovgivning.

Rapporteringsdirektivet krever offentliggjøring av en særskilt årsrapport («annual financial report») som skal inneholde årsregnskap (konsern- og selskapsregnskap), årsberetning og revisjonsberetning samt en erklæring fra de ansvarlige personer i selskapet om at årsregnskapet er utarbeidet i samsvar med regnskapsreglene og at årsregnskapet og årsberetningen gir et rettviseende bilde av foretakets og konsernets stilling og resultat (se nærmere omtale i pkt. 15.1.2 og nedenfor). Et tilsvarende krav følger ikke av gjeldende norsk rett. Departementet legger, i likhet med utvalget, til grunn at dette direktivkravet må gjennomføres med en særskilt lovbestemmelse. For øvrig deler departementet utvalgets vurdering av at direktivet artikkel 4 langt på vei er oppfylt i norsk rett, slik at det ikke vil være nødvendig med omfattende lovendringer for å sikre fullstendig gjennomføring av EØS-regler tilsvarende direktivet artikkel 4.

For å gjennomføre forpliktelsene etter direktivet art. 4 slutter departementet seg til utvalgets forslag om en bestemmelse om årsrapport.

Direktivet artikkel 4 nr. 3 stiller blant annet krav om at utstedere som plikter å utarbeide konsernregnskap i medhold av direktiv 83/349/EØF, skal utarbeide konsernregnskap i samsvar med IFRS-forordningen. For norsk utsteder vil disse kravene følge av norsk regnskapslov, da regnskapsdirektivene er gjennomført i norsk rett. Departementet legger til grunn at kravene etter direktivet artikkel 4 nr. 3 vil gjelde for alle utstedere som har Norge som hjemstat, det vil si både norske og utenlandske foretak (både fra EØS og fra tredjeland). Departementet deler utvalgets vurdering av at det av hensyn til utenlandske foretak med Norge som hjemstat er nødvendig å gjennomføre kravene i verdipapirhandelloven. I forslaget til ny § 5-5 har utvalget foreslått at årsrapporten skal avlegges i henhold til «regnskapslovgivningen». Etter departementets vurdering er en slik henvisning noe unøyaktig, og det er tvilsomt om en slik henvisning gjennomfører kravene i direktivet artikkel 4. Departementet antar at det er mer hen-

siktsmessig om direktivets krav til regnskapsregler (nr. 3), revisjon (nr. 4) og årsberetning (nr. 5) gjennomføres direkte i § 5-5, jf. forslaget til § 5-5 tredje til sjette ledd.

For adgangen til å unnta utstedere fra tredjeland fra kravene til avleggelse av årsrapport mv., vises det til omtalen i pkt. 21, jf. forslaget til § 5-7.

Departementet støtter utvalgets forslag om at årsrapporten skal offentliggjøres senest fire måneder etter regnskapsårets utgang, jf. forslag til § 5-5 første ledd.

Departementet slutter seg til forslaget til bestemmelse om at utsteder skal sørge for at årsrapporten forblir offentlig i minst fem år, jf. kravet i direktivet art. 4 nr. 1.

Nærmere om innholdet i årsrapporten

Etter departementets vurdering vil kravet om at årsrapporten skal inneholde «the audited financial statements» (art. 4 nr. 2 bokstav a) være oppfylt dersom det stilles krav om at årsrapporten skal inneholde revidert årsregnskap fastsatt i medhold av regnskapsloven kapittel 3. Rent språklig er det ikke umiddelbart klart hva som ligger i betegnelsen «management report» i direktivet art. 4 nr. 2 bokstav b. Det fremgår av art. 4 nr. 5 at denne beretningen skal utarbeides i henhold til regler om årsberetning i fjerde direktiv artikkel 46 og syvende selskapsdirektiv artikkel 36. Disse bestemmelsene er gjennomført i norsk rett blant annet gjennom bestemmelsen om årsberetning i regnskapsloven § 3-3a. I likhet med utvalget legger departementet derfor til grunn at kravet til «management report» vil være oppfylt ved at det stilles krav om at årsrapporten skal inneholde årsberetning etter regnskapsloven.

Departementet legger, i likhet med utvalget, til grunn at kravet til årsregnskap og årsberetning oppfylles ved at årsregnskapet og årsberetningen tas inn i årsrapporten før disse er endelig fastsatt ved godkjenning i generalforsamlingen. Verdipapirmarkedets behov for informasjon om utsteder vil dels ivaretas ved at styrets forslag til årsregnskap skal være revidert. Dessuten er markedets behov for korrekt informasjon ivaretatt ved at endringer i årsrapporten etter at styrets forslag er offentliggjort, må offentliggjøres og sikres tilgjengelig etter prinsippene i direktivet art. 21. Følgelig vil departementet slutte seg til utvalgets forslag til bestemmelse om at årsrapporten skal inneholde styrets forslag til årsregnskap og årsberetning.

Utvalget legger til grunn at kravet i regnskapsloven § 3-5 om at styremedlemmene og daglig leder skal undertegne årsregnskapet og årsberet-

ningen er tilstrekkelig til å oppfylle kravet til erklæring etter direktivet art 4 nr 2 bokstav c). Derimot har utvalget foreslått at kravet gjennomføres i norsk rett da utenlandske utstedere med Norge som hjemstat – og som dermed ikke avlegger regnskap etter norsk regnskapslovgivning – vil ha plikt til å avgi en erklæring.

Gjeldende norsk rett inneholder ingen bestemmelse om at de ansvarlige for regnskapsavleggelsen skal avgi en erklæring som omhandlet i direktivet art. 4 nr 2 bokstav c). Etter departementets oppfatning stiller direktivet krav om at årsrapporten skal inneholde en erklæring om riktigheten av årsrapporten i tillegg til årsregnskap og årsberetning. Ut fra en slik forståelse av direktivet art 4 nr. 2 vil ikke de regnskapspliktige kunne fritas fra å utarbeide erklæring med den begrunnelse at de samme forhold er omhandlet i årsberetningen og krav til undertegning av årsregnskapet. Et annet forhold er at det ikke er fullt sammenfall mellom kravene til hva som skal inngå i erklæringen og innholdet i årsberetningen og årsregnskapet. Departementet deler innvendingene Kredittilsynet tilkjennegir i sin høringsuttalelse, hvor det blant annet vises til at det i norsk rett ikke er et krav om en eksplisitt erklæring om at gjeldende regnskapsstandarder er fulgt. Videre er det etter regnskapsloven ikke krav om at de personer som skal undertegne årsberetning etter § 3-5 skal angis med stillingsbetegnelse.

Etter direktivet artikkel 4 nr 2 bokstav c) skal erklæringen avgis av «*the persons responsible within the issuer*». I utgangspunktet antar departementet, som utvalget, at plikten til å avlegge erklæringen vil påhvile de som etter regnskapslovgivningen har ansvaret for å avlegge årsregnskap og årsberetning. Etter regnskapsloven § 3-5 påligger ansvaret styrets medlemmer og daglig leder for foretak hvor det er krav om styre. Departementet antar at plikten til å undertegne erklæringen som utgangspunkt vil påhvile personene med *det overordnede ansvaret* for regnskapsavleggelsen, og ikke personer som *rent faktisk* har et ansvar for regnskapsavleggelsen, typisk finansdirektøren eller visse sentrale regnskapsmedarbeidere ansatt i foretaket. Imidlertid er det ikke gitt at denne forståelsen er riktig. Begrepet «*persons responsible within the issuer*» er ikke nærmere forklart i direktivet. Videre kan gode grunner tale for at personer med faktisk ansvar for regnskapsavleggelsen omfattes av nr 2 bokstav c). På bakgrunn av dette foreslår departementet at det bør gis bestemmelser om ansvarlige personer i forskrift, jf. forslag til bestemmelse i § 5-5 åttende ledd.

Departementet foreslår at det tas inn en bestemmelse i § 5-5 annet ledd om at årsrapporten skal inneholde erklæring fra personene ansvarlig hos utstederen om rettmessigheten av forslag til årsregnskap og årsberetning.

Etter departementets vurdering vil en erklæring som omhandlet her bidra til å bevisstgjøre de ansvarlige med hensyn til kontroll av opplysningene i årsregnskapet og årsberetningen. Departementet legger ikke opp til å endre reglene om regnskapsavleggenes ansvar for at foretakets rapportering er korrekt (se for øvrig pkt. 15.5 Ansvar).

Konsernregnskap, revisjon og krav til årsberetning

Departementet er enig med utvalget i at det ikke er nødvendig å foreslå regler til gjennomføring av direktivet art. 4 nr. 3 (konsernregnskap), nr. 4 (revisjonsplikt) og nr. 5 (årsberetning) hva angår norske foretak. Av hensyn til utenlandske utstedere med Norge som hjemstat, foreslås det likevel at direktivets bestemmelser gjennomføres i § 5-5 tredje til sjette ledd, jf. omtale ovenfor.

Videreføring av gjeldende norske bestemmelser

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om å videreføre gjeldende bestemmelser i børsforskriften om revisors merknader (§ 6-5 annet ledd) samt bedriftsforsamlingens eller representantskaps innsigelser (§ 6-5 tredje ledd), jf. forslag til ny § 5-5. Bestemmelsene skal gjelde for norske utstedere. I likhet med utvalget mener departementet det ikke er grunn til å innta noen generell adgang for kontrollmyndigheten til å dispensere fra rapporteringskravet i § 5-5. En slik generell dispensasjonsadgang følger etter gjeldende rett av børsforskriften § 6-7. Departementet antar direktivet ikke åpner for en generell dispensasjonsadgang fra § 5-5.

Forskriftshjemmel

Etter direktivet skal Kommisjonen fastsette nærmere bestemmelser til gjennomføring av direktivet artikkel 4. Slike rettsakter vil være EØS-relevante. Departementet foreslår derfor en hjemmel til å gi regler om årsrapporten, herunder om innhold, utarbeidelse og hvordan denne skal offentliggjøres. Departementet anser at det med hjemmel i denne bestemmelsen kan fastsettes regler som går lenger enn å gjennomføre EU-kommisjonens gjennomføringsregler. Det kan for eksempel bli aktuelt å fastsette regler om at foretak hvis omsettelige verdipapirer er opptatt til notering på regulert marked, skal utarbeide regnskap i samsvar med IFRS

uavhengig av om foretaket har plikt til å utarbeide konsernregnskap.

Det vises til forslag til ny § 5-5 åttende ledd.

15.2 Halvårsrapportering

15.2.1 Norsk rett

Utvalget uttaler følgende om delårsrapporter etter børsforskriften (NOU 2006: 3 side 200-201):

«Regnskapsloven har ingen regler om del- eller halvårsrapportering. Slike regler finnes imidlertid i børsforskriften kapittel 6 og 10 for henholdsvis utstedere av aksjer, grunnfondsbevis og obligasjoner. Børsforskriften § 6-2 fastslår at delårsrapport skal utarbeides for hvert av regnskapsårets fire kvartaler, men har ingen særskilt regulering av halvårsrapporter (utover at låntagere bare behøver å utarbeide slike, jf. nedenfor). Det fremgår av børsforskriften § 6-3 siste ledd at delårsrapporter skal vedtas av selskapets styre innen to måneder etter periodens utløp, og sendes børsen straks de er vedtatt av styret. Er det avgitt revisjonsberetning eller uttalelse om begrenset revisjon til delårsrapport skal denne meddeles børsen så snart den foreligger.

Delårsrapporter skal vise resultat og balansetall for perioden, samt sammenlignbare resultat og balansetall for samme delårsperiode foregående år, jf. børsforskriften § 6-6 annet ledd. Delårsrapporter skal inneholde opplysninger om driftsinntekter og driftsresultat fordelt på virksomhetsområder for delårsperioden og for samme periode foregående år. Tallene skal om nødvendig omarbeides for å bli sammenlignbare. Delårsrapporter skal videre inneholde opplysninger som er av vesentlig betydning for en vurdering av selskapets økonomiske situasjon. Selskapet skal opplyse om alle særlige faktorer som har hatt innvirkning på virksomheten og resultatene i den aktuelle perioden, herunder sesongsvingninger og hvilken effekt disse har på resultatet. Det er i børsforskriften kapittel 6 ingen særskilte regler om styreberetning for delårsrapporter.

Låntagere skal etter børsforskriften § 10-9 tredje ledd utarbeide halvårsrapporter «i henhold til regnskapslovgivningen og bestemmelser fastsatt i denne forskrift», jf. første ledd. Det er i børsforskriften § 10-9 ingen krav til utarbeidelse av styreberetning. Etter annet ledd i § 10-9 skal låntagere utarbeide delårsrapport både på selskaps – og konsernnivå. I følge bestemmelsens fjerde ledd gjelder ikke kravet om delårsrapportering for EØS-stater, kommuner og fylkeskommuner. Låntagere skal etter § 10-10 første punktum vedta årsregnskap innen tre

måneder etter regnskapsårets utløp. Etter annet punktum skal andre delårsrapporter utarbeides innen to måneder etter regnskapsperiodens utløp. Det er i børsforskriften § 10-11 gitt regler om offentliggjøring av låntageres delårsrapporter. Børsen er gitt en generell dispensasjonsadgang i § 10-13. For øvrig vises det til reguleringen i børsforskriften kapittel 10.

For foretak som ikke er omfattet av regnskapsloven § 3-9 (dvs. som ikke anvender internasjonale regnskapsstandarter), er det fastsatt en regnskapsstandard (NRS 11) om delårsrapportering.»

Departementet har ingen merknader til utvalgets fremstilling av gjeldende rett.

15.2.2 EØS-rett

Om direktivet artikkel 5 uttaler utvalget (NOU 2006:3 side 199-200):

«Det følger av direktivet art. 5 nr. 1 at utsteder av aksjer eller gjeldsinstrumenter skal offentliggjøre en halvårsrapport, som dekker regnskapsårets første seks måneder, så snart som mulig og senest innen to måneder etter slutten av den relevante seks måneders periode. Plikten til å avlegge årsrapport etter art. 4 gjelder til forskjell «issuers» generelt. Utsteder skal sørge for at halvårsrapporten forblir offentlig tilgjengelig i minst fem år.

Etter art. 5 nr. 2 skal halvårsrapporten inneholde:

1. regnskapet i sammendrag
2. interim styreberetning
3. en erklæring fra de ansvarlige personer hos utsteder, med tydelig angivelse av navn og stillingsbetegnelse, om at, etter deres beste overbevisning, det sammenfattede årsregnskapet er utarbeidet i samsvar med gjeldende regnskapsstandarter og at opplysningene i regnskapet gir et rettviseende bilde av foretaket og konsoliderte foretaks eiendeler, gjeld, finansiell stilling og resultat som helhet, og at årsberetningen gir et rettviseende bilde av den forretningsmessige utviklingen og resultatet til foretaket og konsoliderte foretak, sammen med en fornuftig beskrivelse av den informasjonen som kreves etter art. nr. 4.

Det følger av art. 5 nr. 3 første ledd at hvor utsteder er pålagt å utarbeide konsernregnskap, skal det sammenfattede regnskapet utarbeides i overensstemmelse med den internasjonale regnskapsstandard for delårsregnskaper (IAS 34). Dersom utsteder ikke er pålagt å utarbeide konsernregnskap fremgår det av art. 5 nr. 3 annet ledd at det sammenfattede regn-

skapet minst skal inneholde sammenfattede balansetall, sammenfattede tall over inntekt og tap inkludert forklarende noter vedrørende disse tall. Ved utarbeidelsen av disse postene skal utsteder benytte samme prinsipper for beregning etc. («recognising and measuring») som ved utarbeidelse av årsregnskapet.

Det følger av art. 5 nr. 4 at den periodiske styreberetningen minst skal inneholde en redegjørelse for viktige begivenheter som har inntrådt de første seks måneder av regnskapsåret og disse begivenhetenes innvirkning på det sammenfattede regnskapet, sammen med en beskrivelse av sentrale («principal») risiko- og usikkerhetsmomenter knyttet til de resterende seks måneder av regnskapsåret. For aksjeutsteder skal beretningen redegjøre for større transaksjoner foretatt av tilknyttede personer/foretak.

Direktivet art. 5 nr. 5 fastslår at dersom halvårsrapporten har vært revidert skal revisjonsberetningen og ethvert forbehold, eller merknader fra revisor uten at det er tatt forbehold, gjengis i sin helhet. Det samme skal gjelde dersom det er foretatt revisorgjennomgang av halvårsrapporten. Hvis halvårsrapporten ikke har vært gjenstand for revisjon eller revisorgjennomgang skal det avgis en erklæring om dette i rapporten.

Kommisjonen kan etter art. 5 nr. 6 fastsette nærmere regler («implementing measures») om halvårsrapporter i samsvar med prosedyren foreskrevet i art. 27 nr. 2. I ESC/34/2005 er det i art. 4 inntatt forslag til regler om det sammenfattede regnskapet der utsteder ikke rapporterer etter IFRS, jf. utkastets art. 4 nr. 1:

«With respect to half-yearly financial statements not prepared in accordance with international accounting standards adopted pursuant to the procedure provided for under Article 6 of Regulation (EC) n° 1606/2002, the minimum content of the balance sheet, profit and loss account and explanatory notes to these accounts shall be the following, as defined by reference to the principles of IAS 34».

15.2.3 Utvalgets forslag

Utvalget uttaler (NOU 2006: 3 side 201):

«Etter direktivet skal utstedere av aksjer og «debt securities» (som definert i art. 2 nr. 1 bokstav b)) avlegge halvårsrapport etter art. 5. I tillegg skal aksjeutstedere utarbeide «interim management statements» etter art. 6, dersom det ikke følger et krav om delårsrapportering etter nasjonal rett, jf. nærmere i pkt. 13.3. Etter norsk rett skal utstedere av aksjer avlegge delårsrapporter for hvert av regnskapsårets fire

kvartaler, jf. børsforskriften § 6-2 tredje ledd. Låntagere skal etter forskriftens § 10-9 tredje ledd utarbeide delårsrapport for regnskapsårets seks første måneder, det vil si en halvårsrapport.

Det er i dag intet krav om revisjon av halv- eller delårsrapporter. Utvalget foreslår ikke at det innføres et påbud om revisjon, jf. art. 5 nr. 5.»

I forbindelse med plikten til å utarbeide og offentliggjøre delårs- og halvårsrapporter, uttaler utvalget (NOU 2006:3 side 202):

«Utvalget ser det som hensiktsmessig at intensiteten i gjeldende norske rapporteringskrav opprettholdes for både aksje- og gjeldsinstrumentutstedere. Videre bør som utgangspunkt alle låntagere underlegges kravet om halvårsrapport, jf. direktivet art. 2 nr. 1 bokstav b) som åpner for dette (jf. dog ny § 5-4 fjerde ledd). Utvalget foreslår derved en ny § 5-6 om delårsrapportering. Bestemmelsen gjennomfører art. 5 om halvårsrapportering og viderefører deler av gjeldende rett, jf. nedenfor. I likhet med ny § 5-5 om årsrapport, vil ny § 5-6 bare komme til anvendelse på utstedere med Norge som hjemstat. Utstedere med Norge som vertstat vil etter § 5-4 tredje ledd måtte avlegge delårs- og/eller halvårsrapporter i tråd med hjemstatens lovgivning.

Utstedere skal etter forslaget avlegge delårsrapport i medhold av regnskapslovgivningen, samt bestemmelser «fastsatt i og medhold av denne lov». Regnskapsloven inneholder ingen særskilte regler om delårsrapporter. Henvisningen til regnskapsloven er likevel nødvendig ettersom de nærmere kravene til konsolidering, «regnskapspråk» mv. fremkommer der. Delårsrapporter behøver ikke å fastsettes av utsteders generalforsamling.

Både direktivet og gjeldende rett inneholder krav om offentliggjøring. Art. 5, som omhandler halvårsrapporter, fastslår i så måte at offentliggjøring skal skje så raskt som mulig etter utgangen av regnskapsperioden, og senest to måneder, jf. nr. 1. I forslaget til ny § 5-6 tredje ledd er vilkåret i børsforskriften § 6-3 annet ledd foreslått videreført:

«Delårsrapport skal offentliggjøres etter § 5-12 senest to måneder etter regnskapsperiodens utgang. Utsteder skal sørge for at delårsrapport forblir offentlig i minst fem år.»

Kravet om at delårsrapporten skal forbli offentlig i fem år følger av direktivet art. 5 nr. 1.»

Utvalget foreslår at krav til innholdet av delårsrapporter reguleres i ny § 5-6, og uttaler i denne forbindelse:

«Etter forslaget skal delårsrapporter inneholde delårsregnskap, delårsberetning og erklærin-

ger fra personer ansvarlig for regnskapsavleggelsen. Utvalget antar at begrepene «delårsregnskap» og «delårsberetning» er dekkende for direktivet «condensed set of financial statements» og «interim management statements». Det er gitt nærmere innholdsmessige krav til både regnskapet og beretningen i art. 5 nr. 3 og 4. Når det gjelder innholdet av delårsregnskapet foreslår utvalget at følgende presisering inntas i ny § 5-6 fjerde ledd:

«Utsteder som er pliktig å avlegge sitt konsernregnskap etter internasjonale regnskapsstandards, jf. forordning (EF) nr. 1606/2002, skal benytte disse også ved utarbeiding av delårsregnskapet.»

Tilsvarende vilkår følger av art. 5 nr. 3 første ledd. IFRS-foretaks «konserndelårsregnskap» skal med dette utarbeides etter IAS 34. Etter forslaget skal utsteder som er «pliktig» å benytte internasjonale regnskapsstandards, også benytte disse standardene ved delårsrapportering. Det kan imidlertid etter utvalgets syn ikke være noe i veien for at foretak som velger å benytte IFRS i årsregnskap, jf. regnskapsloven § 3-9, også benytter IFRS i delårsregnskapet.

Delårsregnskapet til utstederforetak som ikke er pålagt å utarbeide konsernregnskap, skal etter art. 5 nr. 3 annet ledd i det minste inneholde:

«a condensed balance sheet, a condensed profit and loss account and explanatory notes on these accounts. In preparing the condensed balance sheet and the condensed profit and loss account, the issuer shall follow the same principles for recognizing and measuring as when preparing annual financial reports.»

De nærmere kravene til innholdet av den sammenfattede balansen, resultatet og notene skal fastsettes på nivå-2 av kommisjonen, jf. art. 5 nr. 6 annet ledd bokstav c). Prinsippene for beregning og måling skal være de samme som ved utarbeidelsen av årsregnskapet. Utkast til nærmere kommisjonsregler om innholdet av den sammenfattede balansen mv. finnes i ESC/34/2005 art. 4.

Utvalget foreslår at de nærmere reglene om innholdet til delårsregnskapet for foretak som ikke er pliktige å benytte internasjonale regnskapsstandards, inntas i forskrift. Det er i ny § 5-6 åttende ledd inntatt forslag til slik forskriftshjemmel. Bestemmelsene om tilleggsplysninger i børsforskriften § 6-6 vil med dette erstattes av ny forskriftsregulering som ventelig vil videreføre hovedelementene av dagens krav.

Innholdet av delårsberetningen er nærmere regulert i direktivet 5 nr. 4. Utvalget foreslår at bestemmelsen gjennomføres i ny § 5-6 femte ledd. Det er etter gjeldende rett ikke noe krav om slik beretning. Av forslaget følger det at beretningen skal avgis av styret. Beretningen skal i det minste inneholde opplysninger om viktige begivenheter i den aktuelle regnskapsperioden og en beskrivelse av hvordan disse begivenhetene har virket inn på delårsregnskapet. I tillegg skal det gis en beskrivelse av de viktigste risikofaktorene virksomheten står overfor den neste periode. Utvalget foreslår at det i tråd med direktivet bare skal være et krav om å gi en beskrivelse av de viktigste risikofaktorene i halvårsrapporten. Det skal for aksjeutstederes del inntas en beskrivelse av nærstående («major related parties» i den engelske versjonen, «tilknyttede parter» i den danske) vesentlige transaksjoner. Det vises til lovutkastet § 5-6 femte ledd.

Delårsrapporter skal inneholde erklæringer om utarbeidelsen og innholdet til delårsregnskap og delårsberetning, jf. art. 5 nr. 2 bokstav c). Utvalget foreslår at direktivet på dette punktet gjennomføres i ny § 5-6 annet ledd bokstav c):

«erklæringer fra personene ansvarlig hos utstederen, med tydelig angivelse av navn og stillingsbetegnelse, om at, etter deres beste overbevisning, delårsregnskapet er utarbeidet i samsvar med gjeldende regnskapsstandarder og at opplysningene i regnskapet gir en rettvise oversikt over foretaket og konsoliderte foretaks eiendeler, gjeld, finansielle stilling og resultat som helhet, og at delårsberetningen gir en rettvise redegjørelse for opplysningene nevnt i femte ledd.»

Bestemmelsen har mange likhetstrekk med forslaget til ny § 5-5 annet ledd bokstav c), jf. omtalen i pkt. 13.1.3. Også norske foretak vil imidlertid måtte utarbeide en slik erklæring ettersom regnskapsloven ikke har krav om delårsberetning.»

Utvalget foreslår at børsforskriften § 6-4 tredje punktum om offentliggjøring av revisjonsberetning, videreføres i ny § 5-6 sjette ledd. I tråd med direktivet art. 5 nr. 5 foreslår utvalget også en bestemmelse hvorved utstedere må gi opplysninger hvis delårsregnskapet ikke har blitt revidert. Etter gjeldende rett har børsen generell dispensasjonsadgang knyttet til delårsrapportering. Denne foreslås videreført i § 5-6 syvende ledd, likevel slik at kompetansen bør ligge hos Kredittilsynet som vil være kompetent myndighetsorgan.

15.2.4 Høringsinstansenes merknader

Den Norske Advokatforening slutter seg til utvalgets forslag med hensyn til å opprettholde intensiteten i gjeldende norske rapporteringskrav for utstedere av både aksjer og gjeldsinstrumenter. Advokatforeningen mener at alle låntakere som utgangspunkt bør underlegges kravet om halvårsrapport.

Advokatforeningen støtter forslaget til ny § 5-6 åttende ledd om hjemmel for å gi forskrift om unntak fra plikten til å avlegge delårsrapport.

Næringslivets Hovedorganisasjon viser til utvalgets forslag til ny § 5-6 annet ledd om at direktivets krav til halvårsrapportering legges til grunn for kvartalsrapporteringen, og uttaler følgende:

«I utvalgets forslag til ny § 5-6 (2) er det angitt at delårsrapporten skal inneholde erklæringer fra de ansvarlige i selskapet om riktigheten mv. av innholdet i delårsrapporten.

Direktivets bestemmelse på dette punkt, krever ikke at det er selskapets styre som skal gi denne erklæringen, og NHO foreslår at dette presiseres i lovbestemmelsen - det er de ledende ansatte/administrasjonen som må avgi denne erklæringen, ikke selskapets styre. Et krav om styrebehandling vil i realiteten medføre et krav om revisjon av delårsrapporten, noe verken utvalget eller NHO ønsker å innføre».

Finansnæringens Hovedorganisasjon/Sparebankforeningen mener at utvalgets forslag om at utstedere av aksjer og grunnfondsbevis skal avlegge delårsrapport hvert kvartal er strengere enn kravene etter direktivet art. 5. Etter disse organisasjonenes oppfatning er det ikke behov for krav til hyppigere rapportering enn det som følger av direktivet, og viser til at

«i de fleste foretak skjer det som regel lite kvartalsvis som er utslagsgivende for markedet, og sentrale markedsaktører og andre brukere av regnskaper mener at det er tilstrekkelig med krav om halvårsrapporter.»

Den norske Revisorforening viser til at det etter lovutvalgets forslag til § 5-6 i ny verdipapirhandellov ikke er tatt inn noe krav om at delårsrapporten skal underskrives av de ansvarlige personer hos utsteder. Revisorforeningen mener at det bør være et

«eksplisitt krav i verdipapirhandelloven at delårsrapporten skal underskrives av de som avlegger den (styret). Vi er av den oppfatning at slik underskrift vil medføre økt bevissthet hos styret knyttet til innholdet i rapporten, og sikre økt troverdighet og kvalitet.»

Videre mener Revisorforeningen at det bør utredes nærmere om delårsrapporter avlagt etter IFRS bør være gjenstand for begrenset revisjon. Revisorforeningen begrunner dette med at

«[d]elårsrapportering etter IFRS er et meget krevende arbeid, noe som vil kunne få betydning for kvaliteten på og påliteligheten av den informasjon som fremgår av delårsrapporteringen... Delårsrapportering etter IFRS uten en uavhengig kontroll vil etter DnRs oppfatning kunne medføre at kvaliteten av informasjonen i delårsrapportene, og således også påliteligheten, varierer betydelig.»

På denne bakgrunn tar Revisorforeningen til orde for at spørsmålet om å innføre et krav om begrenset revisjon av delårsrapporter bør utredes nærmere, herunder en gjennomgang av regelverket i andre EU-/EØS-land.

Ingen av de øvrige høringsinstansene har merknader til utvalgets forslag.

15.2.5 Departementets vurdering

Plikten til å utarbeide og offentliggjøre delårs- og halvårsrapporter

Utvalget har foreslått at «intensiteten i gjeldende norske rapporteringskrav opprettholdes», det vil si en ordning med kvartalsmessig rapportering. Etter direktivet artikkel 5 nr. 1 skal utsteder offentliggjøre en halvårsrapport som dekker regnskapsårets første seks måneder. Direktivet setter ikke krav til halvårsrapportering som dekker de siste seks måneder av regnskapsåret. Departementet mener at direktivets krav til halvårsrapport ikke kan *erstatte* av et system med kvartalsrapport som dekker tre- månedersperioder. Dersom et krav om kvartalsrapport skal være forenelig med direktivet, mener departementet at dette må komme i tillegg til kravet om halvårsrapport.

Departementet foreslår at direktivets bestemmelser om halvårsrapportering gjennomføres i ny vphl. § 5-6. Det foreslås at bestemmelsen gir departementet adgang til å fastsette regler om hyppigere rapportering i forskrift, slik at et system med kvartalsrapportering kan videreføres. Som nevnt i foregående avsnitt, må bestemmelser om hyppigere rapportering enn halvårsrapportering gis som tilleggsregler til de krav som følger av direktivet. Ved utforming av regler om kvartalsrapportering i tillegg til bestemmelser om halvårsrapportering, må det bl.a. foretas en avveining mellom kostnader og nytte. Etter departementets vurdering taler også dette hensynet for at det fastsettes nærmere bestemmelser om kvartalsrapportering i forskrift

som vil legge til rette for at behovet for kvartalsrapportering eventuelt kan revurderes på et senere tidspunkt.

I likhet med utvalget mener departementet at bestemmelsene om halvårsrapportering i ny § 5-6 bare vil komme til anvendelse på utstedere med Norge som hjemstat. Utstedere med Norge som vertstat vil etter forslaget til ny § 5-4 femte ledd, jf. kapittel 14, måtte avlegge slike rapporter etter hjemstatens lovgivning.

Lovutvalget har foreslått at delårsrapporter skal avlegges «i medhold av regnskapslovgivningen», ettersom de nærmere kravene til konsolidering, mv. fremkommer der. Imidlertid inneholder ikke regnskapslovgivningen særskilte regler om delårsrapporter, slik at den foreslåtte henvisningen etter departementets syn fremstår som noe uklar. Departementet anser at det er mer hensiktsmessig å stille krav om lik prinsippanvendelse for innregning og måling som i årsregnskapet, jf. omtale nedenfor.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at offentliggjøring skal finne sted senest to måneder etter regnskapsperiodens utløp hva angår halvårsrapporter. Siden det for halvårsrapporter i tillegg er oppstilt krav om offentliggjøring så raskt som mulig etter utgangen av perioden, jf. direktivet art. 5 nr. 1, bør kravet i vphl. utformes tilsvarende, jf. forslaget til ny § 5-6 første ledd.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at utsteder skal sørge for at rapporten forblir offentlig i minst fem år, jf. kravet i direktivet art 5 nr. 1.

Innholdet av halvårsrapporter

Etter utvalgets forslag til nytt § 5-6 annet ledd skal delårsrapporter inneholde delårsregnskap, delårsberetning og erklæringer fra personer ansvarlig for regnskapsavleggelsen. Utvalget antar at begrepene «delårsregnskap» og «delårsberetning» er dekkende for direktivet «condensed set of financial statements» og «interim management statements». I og med at departementet foreslår å gjennomføre direktivets krav til halvårsrapport, anser departementet at begrepene «sammendrag av finansregnskap (halvårsregnskap)» og «halvårsberetning» er dekkende.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at utsteder som er pliktig å avlegge sitt konsernregnskap etter internasjonale regnskapsstandarder, jf. IFRS-forordningen, skal benytte den internasjonale regnskapsstandard for delårsregnskaper ved utarbeiding av halvårsregnskapet, jf. direktivet art. 5 nr. 3. En konsekvens av dette for-

slaget er at IFRS-foretaks «konserndelårsregnskap» skal utarbeides etter IAS 34. Etter forslaget skal utsteder som er «pliktig» å benytte internasjonale regnskapsstandarter, også benytte disse standardene ved delårsrapportering. Etter forslaget til ny § 5-6 tredje ledd vil kravet gjelde både overfor utstedere som skal utarbeide konsernregnskap etter regnskapsloven (norske foretak) og utenlandske utstedere med Norge som hjemstat.

Halvårsregnskapet til utstederforetak som ikke er pålagt å utarbeide konsernregnskap, skal etter art. 5 nr. 3 annet ledd i det minste inneholde sammenfattet balanse, resultatet og noter. Prinsippene for beregning og måling skal være de samme som ved utarbeidelsen av årsregnskapet. Nærmere kommisjonsregler om innholdet av den sammenfattede balansen mv. er foreslått i utkast til kommisjonsdirektiv (ESC/34/2005).

Med bakgrunn i at kommisjonsregler om innholdet i halvårsregnskapet ikke er fastsatt, slutter departementet seg til utvalgets forslag om at de nærmere reglene om innholdet i halvårsregnskapet for foretak som ikke er pliktige å benytte internasjonale regnskapsstandarter, inntas i forskrift. Bestemmelsene om tilleggsopplysninger i børsforskriften § 6-6 vil med dette erstattes av ny forskriftsregulering som vil kunne videreføre hovedelementene av dagens krav. Det vises til forslag til slik forskriftshjemmel i ny § 5-6 sjette ledd.

Departementet foreslår at bestemmelsen om innholdet i halvårsberetningen i direktivet art. 5 nr. 4 gjennomføres i ny § 5-6 fjerde ledd. Det er etter gjeldende rett ikke noe krav om slik beretning. Beretningen skal minst inneholde opplysninger om viktige begivenheter i den aktuelle regnskapsperioden og en beskrivelse av hvordan disse begivenhetene har virket inn på halvårsregnskapet. I tillegg skal det gis en beskrivelse av de viktigste risikofaktorene virksomheten står overfor den neste periode. I likhet med utvalget foreslår departementet at det i tråd med direktivet bare skal være et krav om å gi en beskrivelse av de viktigste risikofaktorene i halvårsrapporten. Det skal for aksjeutstederes del inntas en beskrivelse av nærstående vesentlige transaksjoner. Det vises til lovutkastet § 5-6 fjerde ledd.

Halvårsrapporter skal inneholde erklæringer om utarbeidelsen og innholdet til halvårsregnskap og halvårsberetning, jf. art. 5 nr. 2 bokstav c). Til gjennomføring av denne bestemmelsen i direktivet foreslår departementet ny § 5-6 annet ledd nr. 3. Bestemmelsen har mange likhetstrekk med forslaget til ny § 5-5 annet ledd nr. 3, jf. omtalen i pkt. 15.1. Det foreslås en hjemmel for departementet til å fastsette bestemmelser i forskrift om ansvarlige

personer som nevnt i annet ledd nr. 3. Det vises til omtale av tilsvarende forskriftshjemmel i forslaget til § 5-5 i pkt. 15.1. Videre anser departementet at det er hensiktsmessig at det kan fastsettes nærmere regler om innhold, utarbeidelse og offentliggjøring av halvårsrapport i forskrift, jf. forslaget til bestemmelse i § 5-6 sjette ledd.

Revisjon av halvårsrapporter

I gjeldende rett er det ikke krav om revisjon av halv- eller delårsrapporter. Utvalget har konkludert med at det ikke bør innføres påbud om revisjon. Revisorforeningen mener det er behov for å utrede spørsmålet nærmere. Departementet anser at verdipapirmarkedets behov for pålitelig informasjon om utsteder er tilstrekkelig ivaretatt gjennom revisjon av årsregnskapet, jf. omtale i pkt. 15.1. Departementet antar at en halv- eller delårsrapport vil ha atskillig mindre betydning som informasjonskilde for verdipapirmarkedet sammenlignet med en årsrapport. Departementet deler utvalgets vurdering om at det ikke bør innføres påbud om revisjon av halv- eller delårsrapporter, og ser heller ikke behov for å iverksette en særskilt utredning om dette.

Revisjonsberetning

Utvalget har foreslått at børsforskriften § 6-4 tredje punktum om offentliggjøring av revisjonsberetning, videreføres. I tråd med direktivet art. 5 nr. 5 har utvalget også foreslått en bestemmelse om at det skal fremgå tydelig av halvårsrapporten hvis halvårsregnskapet ikke har blitt revidert. Departementet slutter seg til disse forslagene.

Departementet viser til lovforslaget ny § 5-6 femte ledd.

15.3 Kvartalsmessig rapporteringsplikt

15.3.1 Norsk rett

Det vises til redegjørelsen for reglene om kvartalsmessig rapporteringsplikt i børsforskriftens kapittel 6 og 10 under pkt. 15.2.1 ovenfor.

15.3.2 EØS-rett

Om direktivet artikkel 6 uttaler utvalget uttaler (NOU 2006: 3 side 202-203):

«Direktivet art. 6 fastslår at en utsteder av aksjer som er opptatt til notering på et regulert marked skal offentliggjøre en erklæring fra ledelsen i løpet av regnskapsårets første seks måneder. Tilsvarende erklæring skal

utarbeides i løpet av de neste seks måneder av regnskapsåret. Utsteders plikt til å offentliggjøre slik erklæring fra ledelsen skal ikke ha noen innvirkning på utsteders plikt til offentliggjøring av innsideinformasjon etter art. 6 i direktiv 2003/6/EF (markedsmisbruksdirektivet).

Slik erklæring skal utarbeides innenfor ti uker etter begynnelsen av seks månedersperioden, og seks uker før utløpet av den aktuelle seks månedersperioden. Erklæringen skal inneholde informasjon som dekker tiden mellom begynnelsen av den relevante seks månedersperioden og tidspunktet for offentliggjøring av erklæringen. Erklæringen skal minst inneholde:

- en forklarende uttalelse vedrørende vesentlige begivenheter («material events») og transaksjoner som har funnet sted i den aktuelle perioden og deres innvirkning på utsteders og dets datterselskapers («controlled undertakings») finansielle stilling.
- en generell beskrivelse av utsteders og dets datterselskapers finansielle stilling og prestasjoner i den relevante perioden.

Det fremgår av art. 6 nr. 2 at utstedere som i henhold til nasjonal lovgivning, regler for regulerte markeder eller på eget initiativ offentliggjør kvartalsrapporter i overensstemmelse med slike regler, ikke skal være pålagt å avgi slik ledelseserklæring.»

15.3.3 Utvalgets forslag

Utvalget anser at det ikke er nødvendig å gjennomføre artikkel 6, og uttaler (NOU 2006:3 side 203):

«Utstedere av aksjer som er notert på børs må etter gjeldende rett utarbeide delårsrapporter for hvert kvartal, jf. børsforskriften § 6-2 annet ledd. Låntagere skal utarbeide halvårsrapport, jf. børsforskriften § 10-9 tredje ledd. Utvalget foreslår som nevnt at gjeldende rett videreføres. Det er med dette ikke nødvendig å gjennomføre transparency-direktivet art. 6. Det vises til vurderingene i pkt. 14.2.3 og lovutkastet § 5-6. Dersom markedsmessige behov skulle tilsi det, foreslås en hjemmel til å gi forskrift om *unntak fra plikten til å avlegge delårsrapport*, jf. lovutkastet § 5-6 åttende ledd. Direktivet art. 6 må i tilfelle gjennomføres.»

15.3.4 Høringsinstansenes merknader

Den Norske Advokatforening antar, som utvalget, at de norske reglene om kvartalsrapportering medfører at utstedere av aksjer ikke behøver å offentlig-

gjøre en erklæring fra ledelsen i medhold av direktivet art. 6.

Advokatforeningen støtter forslaget til ny § 5-6 åttende ledd om hjemmel for å gi forskrift om unntak fra plikten til å avlegge delårsrapport.

Ingen av de øvrige høringsinstansene har merknader til utvalgets forslag.

15.3.5 Departementets vurdering

Som det fremgår i pkt. 15.2.5 ovenfor foreslår departementet at direktivets krav til halvårsrapportering gjennomføres i § 5-6, men at departementet gir adgang til å gi bestemmelser om kvartalsmessig rapportering i forskrift. Dersom systemet med kvartalsmessig rapportering videreføres i forskrift, vil det ikke være nødvendig å gjennomføre direktivet artikkel 6 i norsk rett. Et slikt behov vil imidlertid bli aktuelt dersom regler om kvartalsmessig rapportering på sikt ikke skulle bli videreført. Regler til gjennomføring av direktivets artikkel 6 kan i så fall gis i forskrift.

Det vises til lovforslaget ny § 5-6 sjette ledd.

15.4 Unntak

15.4.1 Norsk rett

Utvalget uttaler (NOU 2006: 3 side 203):

«I følge gjeldende rett er «EØS-stater, kommuner og fylkeskommuner» unntatt fra kravet om delårsrapportering, jf. børsforskriften § 10-9 fjerde ledd. Etter det utvalget har fått opplyst er stater unntatt fra kravet om utarbeidelse av årsregnskap og årsberetning, mens kommuner og fylkeskommuner må rapportere på årlig basis. Det er i kapittel 6 ingen unntak som tilsvarende art. 8 nr. 1 bokstav b) eller nr. 2 og 3. Børsen har likevel en generell dispensasjonsadgang i børsforskriften § 10-13.»

15.4.2 EØS-rett

Utvalget uttaler (NOU 2006: 3 side 203):

«Etter art. 8 nr. 1 bokstav a) skal reglene om periodisk finansiell rapportering i art. 4, 5 og 6 ikke komme til anvendelse på stater, regionale eller kommunale myndigheter i en stat, offentlige internasjonale organer der ett eller flere medlemsland er medlem av organet. Art. 4, 5, og 6 skal heller ikke gis anvendelse overfor Den europeiske sentralbank og medlemsstatenes sentralbanker.

Etter art. 8 nr. 1 bokstav b) skal reglene om periodisk finansiell rapportering i art. 4, 5 og 6

ikke komme til anvendelse på utstedere som kun utsteder gjeldsinstrumenter opptatt til notering på et regulert marked med pålydende pr. enhet på minst 50 000 euro, eller som minst tilsvarende 50 000 euro ved pålydende i annen valuta.

Direktivet art. 8 nr. 2 fastslår at hjemstaten kan velge å gjøre unntak fra kravet til offentliggjøring av halvårsrapporter etter art. 5 for kredittinstitusjoner som ikke har opptatt aksjer til notering på et regulert marked, og som på kontinuerlig og gjentakende basis bare har utstedt gjeldsinstrumenter hvis samlede pålydende er under 100 000 000 euro, og de ikke er underlagt prospektplikt i henhold til direktiv 2003/71/EF (prospektdirektivet).

Direktivet art. 8 nr. 3 fastslår at hjemstaten kan velge å gjøre unntak fra kravet til offentliggjøring av halvårsrapporter etter art. 5 for utstedere som allerede eksisterer ved ikrafttredelsestidspunktet for direktiv 2003/71/EF (prospektdirektivet) og som utelukkende utsteder gjeldsinstrumenter på et regulert marked som ubetinget og ugjenkallelig er garantert av hjemstaten, eller av en av dets regionale eller kommunale myndigheter.»

15.4.3 Utvalgets forslag

Utvalget uttaler (NOU 2006: 3 side 203-204):

«Etter utvalgets syn må gjeldende unntak fra låntageres periodiske rapporteringsforpliktelser endres for å tilfredsstille direktivet art. 8. For det første må unntaket i art. 8 nr. 1 bokstav a) og b) inntas i norsk rett. Dette vil på generelt grunnlag unnta stater, kommuner mv. fra den periodiske rapporteringsplikten, samt utstedere av gjeldsinstrumenter omsatt på et regulert marked så fremt pålydende pr. enhet minst tilsvarende 50.000 euro. Det vises til lovforslaget til ny § 5-4 fjerde ledd.

Når det gjelder gjennomføringen av de diskresjonære bestemmelsene i art. 8, antar utvalget at gjeldende rett langt på vei bør videreføres. Dersom det imidlertid likevel skulle oppstå behov for å unnta kredittinstitusjoner fra kravene i art. 5, antar utvalget at unntaksadgangen i lovutkastet § 1-4 gir departementet anledning til å gjøre slikt unntak, jf. direktivet art. 8. nr. 2. Med dette legges det til grunn at unntaket for kredittinstitusjoner i art. 8 nr. 2 ikke skal implementeres særskilt i norsk rett. Videre antas det at gjennomføringen av unntakshjemmelen i art. 8 nr. 3 bør samkjøres med prospektreglene i vphl. dagens kapittel 5, jf. i sær § 5-6 nr. 3. Dette betyr at utstedere av (kun) renteinstrumenter som var notert på et regulert marked på ikrafttredelsestidspunktet til direktiv 2003/71/EF (prospektdirektivet) og som er garantert av sta-

ten, ikke behøver å utarbeide delårsrapporter, jf. vphl. §§ 5-4 første ledd nr. 2 og 5-5 første ledd nr. 3. Utsteder av (kun) renteinstrumenter som var notert på et regulert marked på ikrafttredelsestidspunktet til direktiv 2003/71/EØF og som er garantert av en kommune eller fylkeskommune, må utarbeide delårsrapporter, likevel slik at det bør kunne dispenseres fra dette kravet. Unntaket for utstedere hvis renteinstrumenter er garantert av staten, bør etter utvalgets syn fastsettes i forskrift, jf. forslaget til forskriftshjemmel til slutt i ny § 5-4 fjerde ledd».

15.4.4 Høringsinstansenes merknader

Ingen høringsinstanser har hatt merknader til utvalgets forslag.

15.4.5 Departementets vurdering

Departementet deler utvalgets syn om at gjeldende unntak fra låntageres periodiske rapporteringsforpliktelser må endres for å tilfredsstille direktivet art. 8. Dette vil på generelt grunnlag unnta stater, kommuner mv. fra den periodiske rapporteringsplikten, samt utstedere av gjeldsinstrumenter omsatt på et regulert marked så fremt pålydende pr. enhet minst tilsvarende 50.000 euro. Departementet slutter seg til utvalgets forslag til bestemmelser til gjennomføring av direktivet art. 8 nr. 1 bokstav a) og b).

Departementet foreslår en bestemmelse om at vphl. §§ 5-5 til 5-11 om periodisk rapportering ikke skal gjelde for stat, regional eller lokal myndighet i stat, internasjonalt offentlig organ eller organisasjon som minst en EØS-stat er medlem i, EØS-sentralbank og Den europeiske sentralbank.

Det vises til lovforslaget ny § 5-4 sjette ledd.

Hva angår bestemmelsene i art. 8 om adgang til å unnta visse foretak fra bestemmelsene om finansiell rapportering, antar departementet, i likhet med utvalget, at gjeldende rett langt på vei bør videreføres. Som utvalget har påpekt, vil lovutkastet § 1-4 gi departementet anledning til å gjøre unntak fra kravene i art. 5 for kredittinstitusjoner. Departementet er derfor enig i at det ikke er nødvendig med særskilt implementering av art. 8 nr. 2 (om unntak fra rapporteringskravene for visse kredittinstitusjoner). Departementet slutter seg til utvalgets vurdering av at gjennomføringen av unntakshjemmelen i art. 8 nr. 3 bør koordineres med prospektreglene i gjeldende vphl. dagens kapittel 5, jf. i sær § 5-6 nr. 3. Dette betyr at utstedere av (kun) renteinstrumenter som var notert på et regulert marked på ikrafttredelsestidspunktet til direktiv 2003/71/EF (prospektdirektivet) og som er

garantert av staten, ikke behøver å utarbeide delårsrapporter, jf. vphl. §§ 5-4 første ledd nr. 2 og 5-5 første ledd nr. 3. Utsteder av (kun) renteinstrumenter som var notert på et regulert marked på ikrafttredelsestidspunktet til direktiv 2003/71/EØF og som er garantert av en kommune eller fylkeskommune, må utarbeide delårsrapporter, likevel slik at det bør kunne dispenseres fra dette kravet. Unntaket for utstedere hvis renteinstrumenter er garantert av staten, bør etter utvalgets syn fastsettes i forskrift, jf. forslaget til forskriftshjemmel i ny § 5-4 sjette ledd.

Departementet foreslår en bestemmelse om at departementet i forskrift kan gjøre ytterligere unntak fra §§ 5-5 til 5-11, samt gi regler om lovens anvendelse for verdipapirfond.

Det vises til lovforslaget ny § 5-4 sjette ledd siste punktum.

15.5 Ansvar

15.5.1 Norsk rett

Utvalget uttaler:

«Ansvaret for avleggelsen av årsregnskap og årsberetning hviler etter regnskapsloven på «Regnskapspliktige», jf. §§ 3-1 og § 1-2. Etter børsforskriften kapittel 6 og 10 er ansvarssubjektet hhv. «Selskap» og «Låntager», jf. §§ 6-2 og 10-1. Kredittilsynet fører etter vphl. § 12-1 tredje ledd kontroll med at «norske utstedere» rapporterer i samsvar med lov og forskrift.

Brudd på regnskapsloven er etter § 8-5 straffesanksjonert. Etter bestemmelsen kan «Den» som forsettlig eller uaktsomt vesentlig overtrer regnskapsloven eller forskrift gitt i medhold av loven, straffes med bøter eller fengsel i inntil tre år, jf. første ledd. Som vanlig når straffebud retter seg mot eller omfatter juridiske personer, vil på nærmere vilkår straffansvar kunne pålegges den eller de fysiske personer som er ansvarlig for den juridiske persons etterlevelse av den straffesanksjonerte plikten på den juridiske persons vegne, hvilket normalt vil si styremedlemmer og administrerende direktør.

Avdekker Kredittilsynet feil i utstederforetaks finansielle rapportering, kan pålegg om å gi tilleggsinformasjon, endring av fremtidig regnskapspraksis mv. ilegges i medhold av regnskapskontrollforskriften. Kredittilsynet har ikke hjemmel til å ilegge administrativ sanksjon til tross for at det har ansvaret for kontrollen av børsnoterte foretaks finansielle rapportering. Oslo Børs har derimot en slik kom-

petanse. Brudd på børsforskriftens informasjonspliktsbestemmelser kan straffes med overtredelsesgebyr, jf. børsloven § 5-12 og børsforskriften § 25-5.

Etter allmennaksjeloven § 6-12 er styret ansvarlig for forvaltningen av selskapet. I henhold til allmennaksjeloven § 17-1 kan selskapet kreve at styrets medlemmer, daglige leder mv. erstatte tap de har voldt forsettlig eller uaktsomt under utøvelsen av sine oppgaver. Ifølge nærmere regler kan også andre kreve styrets medlemmer mv. for tap som er voldt forsettlig eller uaktsomt. Etter revisorloven § 8-1 vil revisor kunne bli erstatningsansvarlig for tap voldt under utførelsen av sitt oppdrag, jf. § 8-2.»

Departementet har ingen merknader til utvalgets fremstilling av gjeldende rett.

15.5.2 EØS-rett

Utvalget uttaler (NOU 2006:3 side 204):

«Det fremgår av art. 7 nr. 1 at medlemsstatene skal sikre at ansvaret for utarbeidelse av den informasjon som skal offentliggjøres i henhold til art. 4, 5, 6 og 16, som et minstekrav («at least») skal påhvile utstederen eller utsteders administrasjon, ledelse eller kontrollorganer. Det fastslås videre at medlemsstatene skal sørge for at dens lover, forskrifter eller administrative bestemmelser om ansvar («liability») kommer til anvendelse overfor utsteder og utsteders ansvarlige enheter og personer.»

Departementet har ingen merknader til utvalgets fremstilling av EØS-retten.

15.5.3 Utvalgets forslag

Utvalget uttaler (NOU 2006:3 side 204):

«Norsk rett oppfyller direktivets krav på dette punktet, jf. pkt. 14.5.2. Det er derved ikke nødvendig å gjennomføre direktivet art. 7 særskilt.»

15.5.4 Høringsinstansenes merknader

Ingen høringsinstanser har merknader til utvalgets forslag.

15.5.5 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets vurdering, og legger til grunn at det ikke er nødvendig å gjennomføre direktivet art. 7 særskilt.

16 Flaggeplikt

16.1 Flaggepliktens omfang

16.1.1 Norsk rett

Utvalget uttaler følgende om flaggepliktens omfang i norsk rett (NOU 2006:3 side 207-208):

«Norsk rett har siden 1985 stilt krav om melding (flagging) av visse typer aksjeerhverv. Hovedhensynet bak flaggereglene er å gi markedet informasjon om vesentlige eierendringer i børsnoterte selskap, som igjen skal gjøre investorer i stand til å fatte velfunderte investeringsbeslutninger. Gjeldende regler i vphl. §§ 3-2 og 3-3 annet ledd gjennomfører Rådsdirektiv 88/627/EF, likevel slik at det er valgt særnorske løsninger på enkelte områder. I det følgende beskrives hovedelementene i nevnte bestemmelser.

Flaggeplikt ved erverv og avhendelse av aksjer

Det følger av vphl. § 3-2 første ledd at dersom et erverv fører til at erververens andel av aksjer og/eller rettigheter til aksjer som er notert på norsk børs når opp til eller passerer 1/20, 1/10, 1/5, 1/3, 2/3 eller 9/10 av aksjekapitalen eller en tilsvarende andel av stemmene i selskapet, skal erververen melde ervervet til børsen.

Nærmere om aksjer

Flaggeplikten etter vphl. § 3-2 første ledd gjelder for aksjer og grunnfondsbevis notert på norsk børs, jf. syvende ledd. Plikten gjelder ikke for aksjer/grunnfondsbevis notert på autorisert markeds plass (slik notering finnes pr. i dag ikke). Det er etter vphl. § 3-2 første ledd ikke noe vilkår at det aktuelle selskapet er norsk eller at den flaggepliktige er norsk. I NOU 1996: 2 s. 91 er det lagt til grunn at flaggeplikten også gjelder for depotbevis til aksjer.

Nærmere om erverv

Flaggeplikten gjelder ved «erverv», dvs. enhver ervervsform, herunder vederlagsfri overføring (gave, skifte, mv.) og tegning. Ved fusjon vil aksjonærene i det overdragende selskapet kunne bli flaggepliktige. Det er ikke noe vilkår at ervervet finner sted over børs. Lån av aksjer er særskilt regulert i bestemmelsens fjerde ledd, jf. nedenfor. Det må trolig vurderes konkret om indirekte erverv omfattes av flaggeplikten. Avhendelse av aksjer som faller

under nevnte grenser omfattes også av vphl. § 3-2, likevel slik at avhendelse av rettigheter faller utenfor, jf. annet ledd. Det er etter norsk rett ikke antatt å være flaggeplikt ved kapitalendringer der aksjonæren forholder seg passiv.

Aksjer og/eller rettigheter til aksjer

Plikten til å flagge utløses ved erverv av aksjer «og/eller rettigheter til aksjer». Vphl. § 3-2 tredje ledd utdyper hva som menes med rettigheter til aksjer. I korte trekk omfattes konvertible obligasjoner, tegningsretter, opsjoner og tilsvarende rettigheter. Det er ikke noe vilkår etter § 3-2 at de underliggende aksjene er utstedt eller at rettigheten er børsnotert. Som det fremgår skal den flaggepliktiges beholdning av aksjer og rettigheter aggregeres, dvs. at det skal flagges for aksjeinnhavet selvstendig og for aksjeinnhavet tillagt rettighetene (eventuelt kun for rettighetene). En flaggepliktig vil både måtte flagge erverv av en rettighet til aksjer, (for eksempel tegning av et konvertibelt lån) og utøvelsen av rettigheten (for eksempel konvertering til aksjekapital). Er rettigheten til aksjen betinget, anses det uklart om rettigheten skal flagges etter norsk rett.

Andel av aksjekapital eller stemmer

Erverv som fører til at erververens andel av aksjekapitalen eller stemmene i selskapet passerer nevnte grenser, skal flagges etter vphl. § 3-2 første ledd. Andel av stemmene i selskapet vil ha betydning blant annet der selskapet har stemmeløse aksjer. Ved beregning av om erververen når opp til eller passerer flaggegrensene skal selskapets registrerte aksjekapital legges til grunn (herunder selskapets egne aksjer). Ved en nytegning av aksjer er antatt at den forhøyede aksjekapitalen skal legges til grunn.

Lån av aksjer

Vphl. § 3-2 fjerde ledd bestemmer at innlån og tilbakelevering av lånte aksjer til utlåner, skal regnes som erverv og avhendelse av aksjer «i forhold til denne bestemmelse». Etter § 3-2 fjerde ledd har innlån og tilbakelevering av lånte aksjer betydning for låntakers flaggeplikt. Utlån og tilbakelevering av lånte aksjer kan også bli å anse som avhendelse og erverv for långiver, men da etter vphl. § 3-2 henholdsvis andre og første ledd fordi det i realiteten er å

anse som avhendelse og erverv av aksjer i det konkrete tilfelle. Mens innlån/tilbakelevering av aksjer alltid skal regnes som erverv eller avhendelse av aksjer for låntager, må det altså avgjøres konkret, i og for seg uavhengig av den særlige bestemmelsen i vphl. § 3-2 fjerde ledd, om utlån/tilbakelevering av aksjer anses som avhendelse eller erverv av aksjer for utlåner. Føringer for denne konkrete vurderingen er blant annet lagt i Ot.prp. nr. 29 (1996-97) side 60. Det antas å være usikkert om såkalte repo-forretninger skal flagges.

Konsolidering

Vphl. § 3-2 sjette ledd inneholder nærmere regler om konsolidering. Etter bestemmelsen skal en flaggepliktigs andel av aksjer/rettigheter til aksjer legges sammen med «nærstående» innehav. Den flaggepliktige må vurdere om det er grunnlag for konsolidering. Hvem som er nærstående er regulert i vphl. § 1-4.

Unntak fra flaggeplikten

Det fremgår av vphl. § 3-2 siste ledd at departementet i forskrift kan gjøre unntak fra flaggeplikten for verdipapirforetak. I forskrift av 18. desember 2002 nr. 1613 er det gitt nærmere bestemmelser om verdipapirforetaks unntak fra plikten til å flagge større aksjeposter. Det fremgår av forskriftens § 2 at verdipapirforetaks erverv eller avhendelse av aksjer og/eller rettigheter til aksjer som foretas som ledd i investeringstjenestevirksomheten, og som medfører at eierandelen når opp til eller passerer grensen på 1/20, ikke er undergitt flaggeplikt, forutsatt at verdipapirforetaket ikke påvirker eller søker å påvirke forvaltningen av selskapet.

Innholdet i flaggmeldingen

Det nærmere innholdet av flaggemeldingen er regulert i vphl. 3-3 annet ledd. Av meldingen skal fremgå bl.a. tidspunktet for ervervet eller avhendelsen, antall aksjer meldingen omfatter, samt hvor stor prosentandel av aksjene og stemmene i selskapet vedkommende har etter ervervet/avhendelsen, jf. nr. 1, 2 og 4.

Tilsyn og sanksjoner

Flaggemeldinger skal sendes til børsen, som offentliggjør meldingene i sitt meldingssystem, jf. § 3-2 første ledd og § 3-3 siste ledd. Børsen vil som ledd i sin virksomhet føre en viss kontroll med etterlevelse av flaggeplikten og innholdet av flaggemeldingene. I den grad børsen avdekker forhold som tyder på brudd på vphl. §§ 3-2 eller 3-3 annet ledd, vil saken oversendes Kredittilsynet for videre vurdering, jf. § 12-1 fjerde ledd. Kredittilsynet fører etter vphl. § 12-1 annet ledd tilsyn med «overholdelse av» verdipapirhandellovens «bestem-

melser». Brudd på flaggereglene som avdekkes vil som utgangspunkt anmeldes av Kredittilsynet til ØKOKRIM eller annen påtalemyndighet. Overtredelser på flaggeplikten er straffesanksjonert etter vphl. § 14-3. Forsettlig og uaktsomme overtredelser kan straffes med bøter, jf. tredje ledd.

Melding om stemmerettighets- eller kapitalendringer

Selskaper hvis aksjer er eller søkes notert på børs skal uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår selskapet, jf. børsforskriften §§ 5-1 og 5-2. Innsideinformasjon er i vphl. § 2-2 første ledd definert som presise opplysninger som kan påvirke kursen på et finansielt instrument merkbart, jf. den nærmere definisjonen av presise opplysninger og merkbart kurspåvirkning i annet og tredje ledd. Børsforskriften inneholdt tidligere regler om offentliggjøring av melding ved kapitalendringer mv. Børsen har i sirkulær 3/2005 opplyst at slike regler vil bli vurdert inntatt i børsens eget regelverk jf. pkt. 3.2. Norske allmennaksjeselskapers vedtekter (herunder størrelsen på dets aksjekapital og stemmerettigheter) vil være offentlig tilgjengelige gjennom registreringen i Foretaksregisteret. Etter børsforskriften kapittel 4 skal børsnoterte selskapers innkalling til og protokoll fra generalforsamling, sendes børsen, jf. §§ 4-1 og 4.4.»

16.1.2 EØS-rett

Utvalget uttaler følgende om de nye EØS-reglene om flaggepliktens omfang (NOU 2006:3 side 205-207):

«Direktivet har i del 3, det vil si art. 9 til 15, bestemmelser om aksjonærers og andre persons flagging («notification») av større erverv eller avhendelser av aksjer og/eller rettigheter til aksjer. Del 3 inneholder videre bestemmelser om flagging som følge av annen omstendighet enn erverv eller avhendelse.

Direktivet art. 9 til 15 erstatter flaggebestemmelsene i direktiv 2001/34/EF (opptaksdirektivet) art. 85 følgende, som igjen bygger på direktiv 88/627/EF (flaggedirektivet – innarbeidet i direktiv 2001/34/EF (opptaksdirektivet)). Enkelte av flaggebestemmelsene i transparency- og opptaksdirektivet er imidlertid langt på vei like, for eksempel reglene om konsolidering, jf. hhv. art. 10 og 92.

Et sentralt hensyn bak flaggebestemmelsene i art. 9 flg. er å gjøre investorer i stand til å fatte velfunderte investeringsbeslutninger, jf. fortløpende pkt. 18:

«The public should be informed of changes to major holdings in issuers whose shares are traded on a regulated market situated or operating within the Community. This information should enable investors to acquire or dispose of shares in full knowledge of changes in the voting structure; it should also enhance effective control of share issuers and overall market transparency of important capital movements.»

Flaggemeldinger kan i tillegg være et hjelpemiddel i markedsovervåkingssaker. Det er som utgangspunkt hjemstaten som skal tilse at flaggebestemmelsene etterleves av investorer og utstedere, jf. art. 19. Det er i direktivet gjort enkelte unntak fra kravene om flagging, for eksempel der aksjer er ervervet for oppgjørsformål.

Kommisjonen kan i medhold av direktivet art. 9 og 12 til 14 fastsette utfyllende nivå-2 regler. Utkast til slike finnes i ESC/34/2005.

Erverv og avhendelse av aksjer

Det følger av direktivet art. 9 nr. 1 første ledd at erverv eller avhendelse av aksjer opptatt til handel på et regulert marked, som medfører at andelen stemmer («proportion of voting rights») innehaveren besitter etter ervervet eller avhendelsen når opp til, overstiger eller faller under grensene på henholdsvis 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 50 % og 75 %, skal meldes til selskapet. Etter sin ordlyd omfatter art. 9 nr. 1 kun stemmerettigheter, noe som betyr at stemmeløse aksjer faller utenfor. Medlemsstatene kan velge å ikke anvende terskelgrensene på 30 % og 75 % dersom det i stedet anvender terskelgrenser på 1/3 og 2/3, jf. art. 9 nr. 3.

Flaggeplikten etter art. 9 nr. 1 påhviler i utgangspunktet enhver «aksjonær» som definert i direktivet art. 2 nr 1 (e), hvilket omfatter fysiske eller juridiske personer som direkte eller indirekte enten besitter aksjer i eget navn og på egen konto, eller som besitter aksjer i eget navn men på vegne av en annen fysisk eller juridisk person. Når erverv skjer ved utstedelse av depotbevis for aksjer er det innehaveren av depotbeviset som skal anses som aksjonær i direktivets forstand. I følge art. nr. 10 vil også andre enn aksjonærer kunne være flaggepliktige, jf. pkt. 15.2.1 nedenfor. I tillegg vil selskapet selv kunne være flaggepliktig etter art. 14, jf. nedenfor.

Etter art. 9 nr 1 annet ledd skal andelen av stemmeberettigede aksjer beregnes på grunnlag av alle aksjer med stemmerett, uavhengig av om stemmeretten skulle være suspendert. Flaggeplikten gjelder etter ordlyden i art. 9 nr. 1 annet ledd også ved passering av de angitte terskelgrenser innenfor en enkelt aksjeklasse. Dersom selskapet har flere aksjeklasser som det er knyttet stemmerettigheter til, kan ordly-

den synes å tale for et krav om flagging av andelen stemmeberettigede aksjer i hver enkelt aksjeklasse, i tillegg til flagging av innehavers samlede andel av selskapets stemmeberettigede aksjer. Utvalget antar imidlertid at art. 9 nr. 1 annet ledd ikke kan forstås som et krav om flagging innen en aksjeklasse med mindre innehaverens andel av aksjene totalt sett (det vil si hensyntatt alle aksjeklasser/hele aksjekapitalen) passerer en av de nevnte tersklene.

Flaggeplikt ved andre begivenheter som endrer fordelingen av stemmerettigheter

Det fremgår av direktivet art. 9 nr. 2 at flaggeplikten ikke er begrenset til erverv eller avhendelse av aksjer. Flaggeplikten inntreffer også ved andre begivenheter som endrer fordelingen av stemmerettigheter, og som aksjonæren blir kjent med på grunnlag av informasjon som er offentliggjort etter art. 15. Et eksempel på slik begivenhet er en kapitalforhøyelse der aksjonærens beholdning av aksjer faller under en flaggegrense fordi han ikke tegner seg for nye aksjer. Flaggeplikten ved slike begivenheter skal også gjelde hvor utsteder er registrert i et tredjeland.

Flaggeplikt ved erverv og avhendelse av rettigheter til aksjer

Det fremgår av direktivet art. 13 nr. 1 at flaggeplikten etter art. 9 også gjelder ved erverv og avhendelse av finansielle instrumenter som i henhold til formell avtale på innehaverens eget initiativ alene, gir rett til å erververe allerede utstedte aksjer med tilknyttede stemmerettigheter som er opptatt til notering på et regulert marked. At flaggeplikten er begrenset til rettigheter til allerede utstedte aksjer innebærer at tegningsretter og konvertible obligasjoner etc. faller utenfor. Flaggeplikten etter art. 13 nr. 1 hviler på «a natural person or legal entity». Direktivet regulerer ikke uttrykkelig hvorvidt en aksjonærs finansielle instrumenter som nevnt skal legges sammen med (dvs. aggregeres med) vedkommendes aksjer for så vidt gjelder utløsning av flaggeplikten. Kommisjonen skal vedta utfyllende kommisjonsregler om rekkevidden av art. 13 nr. 1, jf. art. 13 nr. 2.

Avtaler om utøvelse eller overføring av stemmerettigheter tilknyttet aksjer vil i tillegg kunne være omfattet av flaggeplikten etter bestemmelsene i art. 10, jf. nærmere om dette under pkt. 15.2.1 nedenfor.

Selskapets erverv av egne aksjer

Det følger av direktivet art. 14 nr. 1 at selskapets handel med egne aksjer på visse vilkår skal flagges. Handler utført av selskapet selv eller for selskapets regning som resulterer i at andelen stemmeberettigede aksjer når opp til,

passerer eller faller under 5 % eller 10 %, skal flagges «as soon as possible», men ikke senere enn fire dager etter transaksjonen. Beregningen av stemmeretter skal foretas på grunnlag av det totale antall stemmeberettigede aksjer, jf. nr. 1 siste punktum. Kommisjonen kan etter art. 14 nr. 2 fastsette nærmere regler om selskapets flagging av handler i egne aksjer.

Unntak fra flaggeplikten

Etter art. 9 nr. 4 inntre ikke flaggeplikten ved erverv som kun er foretatt med det formål å forestå clearing og oppgjørsvirksomhet innenfor den alminnelige korte oppgjørsperiode («short settlement cycle»). Flaggeplikt skal heller ikke inntre overfor bank eller annen forvalter som sitter på aksjene på vegne av en aksjeeier (forvalterregistrering) forutsatt at forvalteren kun kan utøve stemmerettigheter etter skriftlig eller elektronisk formidlet instruks fra aksjeeieren. Kommisjonen kan fastsette nærmere regler om hva som skal anses som alminnelig kort oppgjørsperiode, jf. art. 9 nr. 7 annet ledd.

Etter art. 9 nr. 5 inntre det ikke flaggeplikt ved erverv eller avhendelse av eierandel som medfører at terskelgrensen på 5 % nås eller passeres av en «market maker» som opptrer i egenskap av sådan forutsatt at (a) vedkommende har tillatelse i henhold til direktiv 2004/39/EF (MiFID), og (b) denne verken påvirker ledelsen av selskapet, eller påvirker selskapet til å støtte aksjekursen eller tilbakekjøpe aksjer.

Etter art. 9 nr. 6 kan hjemstaten gjøre unntak fra flaggeplikten for «voting rights held in the trading book» (som definert i direktiv 93/6/EF art. 2 nr. 6) av verdipapirforetak og kredittinstitusjoner, forutsatt at (a) andelen stemmeberettigede aksjer ikke overstiger 5 %, og (b) vedkommende verdipapirforetak eller kredittinstitusjon ikke utøver stemmerettene eller for øvrig søker å påvirke forvaltningen av selskapet.

Art. 11 fastslår at art. 9 og 10 (c) ikke skal komme til anvendelse på aksjer «provided to or by the members of the European System of Central Banks (ESCB) in carrying out their functions as monetary authorities, including shares provided to or by members of the ESCB under a pledge or repurchase or similar agreement for liquidity granted for monetary policy purposes or within a payment system». Unntaket skal gjelde for de ovenfor nevnte transaksjoner som varer i en kort periode forutsatt at stemmerettigheter tilknyttet aksjene ikke utøves, jf. art. 11 nr. 2.

Melding om stemmerettighets- eller kapitalendringer

Etter direktivet art. 15 skal utsteder offentliggjøre det totale antallet stemmer og størrelsen på aksjekapitalen ved utgangen av hver kalendermåned en endring av stemmene eller kapitalen har funnet sted. Offentliggjøringen har til hensikt å gjøre aksjonærer og andre flaggepliktige i stand til å beregne hvorvidt de har passert en av grensene i art. 9.»

Departementet slutter seg til utvalgets fremstilling av de nye EØS-reglene om flaggepliktens omfang.

Utfyllende regler om flaggepliktens omfang i forslag til kommisjonsdirektiv

I utkast til kommisjonsdirektiv foreslås utfyllende bestemmelser om flaggepliktens omfang.

I utkastet artikkel 5 er det bestemt at maksimumslengden av «short settlement cycle» i transparency-direktivet art. 9 (4) skal utgjøre «three trading days following the transaction».

Etter direktivforslaget artikkel 11 omfatter «financial instruments» i direktivet art. 13 (1) «transferable securities; and options, futures, swaps, forward rate agreements and any other derivative contracts, as referred to in Section C of Annex 1 of Directive 2004/39/EC», forutsatt at disse instrumentene «result in an entitlement to acquire, on the holder's own initiative alone, under a formal agreement, shares to which voting rights are attached, already issued, of an issuer whose shares are admitted to trading on a regulated market».

I forslag til kommisjonsdirektiv artikkel 6 er det gitt utfyllende bestemmelser til direktivet artikkel 9 (5) som gjelder kompetente myndigheters kontrollmekanismer overfor «market makers».

16.1.3 Utvalgets forslag

I forhold til flaggepliktens omfang fremmer lovutvalget følgende forslag (NOU 2006: 3 side 208-211):

«Generelt

Utvalget finner dagens struktur i flaggeregelverket hensiktsmessig, og foreslår at gjeldende §§ 3-2 og 3-3 annet ledd om henholdsvis flaggeplikt og innholdet av flaggmeldinger, videreføres som nye §§ 4-2 og 4-3 annet ledd. Sistnevnte bestemmelse er omtalt i pkt. 15.3. I ny § 4-2 er betingelsene/hendelsene som utløser flaggeplikt, angitt i første til tredje ledd. Det vises til lovutkastet.

Virkeområde for flaggeplikten

Flaggeplikten gjelder etter direktivet for aksjer (og visse rettigheter til aksjer) som er opptatt til handel på regulert marked. Etter art. 19 om hjemstatskontroll, skal norske myndigheter kun føre tilsyn med flagging av erverv mv. i utstedere som har Norge som hjemstat, jf. pkt. 12.1.

Utvalget foreslår at virkeområdet til ny § 4-2 angis i tråd med ovennevnte. Etter forslaget til første ledd gjelder flaggeplikten for aksjer opptatt til handel på regulert marked i utsteder med Norge som hjemstat. Hjemstat er nærmere definert i ny § 5-4 første og annet ledd, jf. ny § 4-2 femte ledd. I ny § 4-2 femte ledd er det foreslått en tilsvarende bestemmelse som i ny § 5-4 tredje ledd. Etter denne skal aksjonærer mv. som erverver aksjer i utsteder med Norge som vertsland, følge hjemstatens lovgivning for så vidt gjelder forhold som nevnt i §§ 4-2 og 4-3 annet ledd med forskrifter.

Transaksjoner som omfattes av flaggeplikten

Utvalget antar at begrepene «erverv» og «avhendelse» er dekkende for direktivet «acquires» og «disposes». Det legges til grunn at vederlagsfrie overføringer er omfattet. Utvalget antar at avhendelse av rettigheter er omfattet av direktivet, jf. art. 13 nr. 1 som gir art. 9 tilsvarende anvendelse for rettigheter. Utvalget foreslår på denne bakgrunn at flaggeplikten skal komme til anvendelse på også slike avhendelser. Etter gjeldende rett er avhendelse av rettigheter til aksjer ikke omfattet av flaggeplikten. Det bemerkes at kun rettigheter til aksjer vil være omfattet av ny § 4-2. Dette er i tråd med gjeldende rett. Erverv og avhendelse av rett til å selge aksjer, utløser derved ikke flaggeplikt. Videre bemerkes det at indirekte erverv av finansielle instrumenter som gir rett til erverv av en utstedt aksjer, vil kunne være omfattet av flaggeplikten.

Art. 9 nr. 2 krever at passering av flaggetersklene ved kapitalendringer skal omfattes, også der aksjonæren forholder seg passiv («events changing the breakdown of voting rights»). Norsk rett må endres tilsvarende. Dette betyr at en person kan havne i flaggeposisjon uten å ha kjennskap til begivenheten som utløser flaggeplikten. Sanksjon for brudd på flaggeplikten er imidlertid betinget at den flaggepliktige har utvist forsett eller uaktsomhet. Utvalget foreslår at art. 9 nr. 2 annet ledd gjennomføres i ny § 4-2 annet ledd som «annen omstendighet». I tredje ledd er det foreslått noen eksempler på hvilke type omstendighet som vil kunne utløse flaggeplikten:

«Med annen omstendighet i annet ledd, menes begivenhet som endrer stemmerettsfordelingen, etablering av konsernforhold, bortfall av rettigheter til aksjer på annen måte enn utøvelse og inngåelse av avtale om samarbeid som nevnt i § 2-7 nr. 5.»

Som det fremgår foreslår utvalget at fire eksempler på «annen omstendighet» lovfestes. Norsk rett inneholder i dag ingen tilsvarende bestemmelse. Det er klart at direktivet på visse vilkår krever en nasjonal regel om flagging ved endringer av aksjonærenes stemmerettsfordeling, jf. art. 9 nr. 2 annet ledd. For øvrig er det noe uklart hvilke andre omstendigheter som skal utløse flaggeplikt. Art. 10 gir anvisning på en rekke situasjoner der det skal flagges. Rekkevidden av bestemmelsen er imidlertid ikke klar, jf. pkt. 15.2.1. Enkelte av alternativene i art. 10 er dessuten ikke aktuelle for norske utsteder.

Det synes riktig å legge til grunn at art. 10 bokstav a) og e) oppstiller et krav om flagging ved inngåelse av visse type avtaler, samt i visse typer kontrollforhold. Utvalget foreslår på denne bakgrunn at etablering av konsernforhold skal kunne utløse flaggeplikt, i tillegg til inngåelse av forpliktende samarbeidsavtaler når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier, jf. ny § 2-7 nr. 5. Flaggetersklene i § 4-2 første ledd gjelder selvsagt i begge tilfellene. Hvis selskap A kjøper selskap B og selskapene hver eier 2 % av selskap C, skal det derved ikke flagges. Hvis to personer som hver eier 3 % i et selskap inngår en forpliktende samarbeidsavtale, skal det derimot flagges. I slike tilfeller må begge avtalepartene flagge. I konsernforhold må det være tilstrekkelig at kun morselskapet flagger. I tillegg til etablering av konsernforhold og inngåelse av forpliktende samarbeidsavtaler, bør bortfall av rettigheter til aksjer på annen måte enn utøvelse, flagges. All den tid ervervet av slike rettigheter skal meldes, vil markedet kunne ha et behov for opplysninger om at retten ikke utøves.

Et selskaps erverv av egne aksjer skal flagges etter direktivet art. 14. Utvalget legger til grunn at norsk rett er i samsvar med direktivet på dette punktet. Videre legges det til grunn at reglene i vphl. § 3-2 fjerde ledd om lån og tilbakelevering av aksjer kan videreføres, jf. lovutkastet til ny § 4-2 fjerde ledd. Det må som i dag vurderes konkret om et indirekte erverv er omfattet av flaggeplikten.

Personer som omfattes av flaggeplikten

Etter forslaget vil en aksjonær eller annen person omfattes av flaggepliktsregelen. En annen person vil for eksempel kunne være en person som erverver rettigheter til aksjer.

Instrumenter omfattet av flaggeplikten

Etter direktivet skal det i utgangspunktet flagges for aksjer, depotbevis, samt finansielle instrumenter som gir en ubetinget rett til erverv av allerede utstedte og noterte aksjer med stemmerett, jf. art. 9 nr. 1 og 13 nr. 1. Det følger av sistnevnte bestemmelse at konvertible obligasjoner, tegningsrett og tilsvarende rettigheter ikke vil være omfattet av direktivets flaggeplikt. Ettersom Norge har hjemstatskompetanse, foreslås det å videreføres gjeldende rett på dette punktet, jf. ny § 4-2 syvende ledd. I tilfeller hvor utenlandsk aksjeutsteder har Norge som hjemstat, må bestemmelsen (som i dag) leses under henvisning til hjemstatens selskapsrett. Som nevnt er kun rettigheter til aksjer omfattet av ny § 4-2. Samme løsning følger av direktivet art. 13 og gjeldende norsk rett. Det er uten betydning om rettighetene til aksjene er opptatt til handel på regulert marked. Når det gjelder spørsmålet om aggregering av en aksjonærs aksjer og rettigheter til aksjer, antar utvalget at norsk rett bør videreføres. Utvalget legger også til grunn at flaggeplikten for grunnfondsbevis bør videreføres, ny § 4-2 jf. tiende ledd. Det foreslås ingen særskilt regulering av depotbevis til aksjer. Flaggeplikten vil imidlertid der Norge er hjemstat for utenlandske utstedere, etter omstendighetene, gjelde tilsvarende for innehaverne av slike. Utvalget legger for øvrig til grunn at gjeldende rett videreføres med hensyn til flagging av terminer.

Flagging av andel stemmer eller aksjekapital

Etter sin ordlyd omfatter direktivet art. 9 nr. 1 kun stemmerettigheter. Dette betyr at det etter direktivet ikke skal flagges for erverv eller avhendelse av stemmeløse aksjer. Vphl. § 3-2 første ledd omfatter til forskjell aksjonærenes forholdsmessige andel av «aksjekapitalen eller en tilsvarende andel av stemmene». Etter det utvalget har fått opplyst vil flaggeplikten i de andre nordiske landene videreføres for så vidt gjelder erverv/avhendelse av stemmeløse aksjer. Til tross for at tillegget om «aksjekapitalen» antas å ha liten selvstendig betydning i praksis, legger utvalget til grunn at tilsvarende løsning bør velges for norsk retts vedkommende. Dette betyr at det skal flagges også der et selskap har flere aksjeklasser med ulik stemmevekt og en aksjonær passerer en flaggeterskel sett hen til vedkommendes andel av den totale aksjekapitalen.

Terskelgrensene for flaggeplikten

Terskelgrensene i direktivet er til dels andre enn etter gjeldende norske flaggepliktregler. I samsvar med direktivet foreslår utvalget at det innføres nye terskelgrenser på 15 % og 25 %.

Terskelgrensene på 1/3 og 2/3 kan beholdes, jf. direktivet art. 9 nr 3 (b) og (c). Etter vphl. § 3-2 er det også flaggeplikt ved terskelgrensen på 9/10. Bestemmelsen har sin bakgrunn i at dette er grensen for tvangsinnløsning av minoritetsaksjonærer etter asal. § 4-25. Direktiv 2004/25/EF (overtakelsestilbud) vil innføre en rett til tvangsinnløsning ved erverv av 90 % av aksjene i selskaper notert innenfor hele EØS-området. Utvalget legger til grunn at terskelgrensen på 90 % derfor bør opprettholdes.

Unntak fra flaggeplikten

Direktivets unntak fra flaggeplikten i art. 9 nr. 4 og 5 er obligatoriske. Lest i sammenheng med art. 9 nr. 6, synes det riktig at unntakene må innføres i norsk rett, også i hjemstatstilfellene. Videre må det antas at det ikke kan innføres flere unntak fra flaggeplikten enn de nevnte unntakene (flere unntak vil bety lempeligere regler), jf. dog art. 11 omtalt nedenfor. Dette betyr for det første at det må innføres et unntak fra flaggeplikten for aksjer som erverves utelukkende for å forestå clearing og oppgjørsvirksomhet innenfor den alminnelige korte oppgjørsperiode («short settlement cycle»). Dette unntaket er trolig ikke særlig praktisk for det norske verdipapirmarkedet. Videre må det må innføres et generelt unntak fra flaggeplikten for forvaltere, forutsatt at forvalteren bare kan utøve stemmerettighetene til aksjene etter skriftlig eller elektronisk instruks fra aksjonæren. Heller ikke dette synes særlig praktisk ettersom en forvalter kun kan utøve en aksjonærs økonomiske rettigheter, jf. allmennaksjeloven § 4-10 nr. 3. Vphl. § 3-2 siste ledd har i dag en hjemmel for fastsettelse av unntak fra flaggeplikten for verdipapirforetak. I forskrift av 18. desember 2002 nr. 1613 unntas på visse vilkår verdipapirforetak fra å flagge erverv eller avhendelser der 5 % grensen passerer, forutsatt at handelen foretas som ledd i deres investeringstjenestevirksomhet. Utvalget antar at det ikke er noen vesensforskjell mellom direktivet art. 9 nr. 5 og 6 på den ene siden og forskriftsunntaket for investeringstjenester på den annen side, jf. definisjonen av handelsbok i art. 2 nr. 6 bokstav a) i direktiv 93/6/EF. Unntaket må like fullt utvides til å omfatte kredittinstitusjoner. Dette kan gjøres i forbindelse med gjennomføringen av direktivets nivå-2 regler. I tillegg til art. 9 nr. 4 – 6 må direktivet art. 11 implementeres. Utvalget foreslår at det inntas en bestemmelse hvorved EØS-lands sentralbanker og Den Europeiske Sentralbanken på visse vilkår ikke behøver å flagge, jf. lovutkastet til ny § 4-2 tiende ledd som gjennomfører art. 11.

Melding om stemmeretts- og kapitalendringer

Utvalget antar at det for ordens skyld bør fastsettes en bestemmelse hvoretter aksjeutstederne skal sende en melding til markedet senest mot slutten av hver måned det finner sted en stemmerettighets/kapitalendring i selskapet, jf. forslaget til ny § 5-8 annet ledd og direktivet art. 15. Det bemerkes imidlertid at utstedere kan ha plikt til å offentliggjøre kapitalendringer tidligere på grunnlag av andre regler.»

16.1.4 Høringsinstansenes merknader*Generelt*

ØKOKRIM er enig med lovutvalget i at dagens struktur i flaggeregelverket bør beholdes.

Justisdepartementet viser til at utvalget foreslår en adgang for departementet til å fastsette nærmere regler om flagging, unntak fra reglene om flagging og regler om konsolidering av eierandeler i forskrift. Justisdepartementet mener det bør vurderes nærmere om slike regler bør fremgå direkte av loven, og ikke av forskrift.

Videre mener Justisdepartementet at utkastet til § 4-2 bør vurderes delt opp i flere paragrafer, jf. Justisdepartementets veiledning «Lovteknikk og lovforberedelse». Alternativt bør bestemmelsen omreguleres ved å endre rekkefølgen til noen av leddene.

Oslo Børs er enig med utvalget i at de norske flaggereglene er effektive og gode, og at det kan være grunn til å videreføre norske regler hvor direktivet vil innebære en svakere gjennomlysning, og nevner fristen for flaggeplikten som et eksempel på dette. Imidlertid understreker børsen at for øvrig vil det være fordelaktig å harmonisere regelverket med andre lands systemer, i særlig grad dersom andre stater velger å implementere direktivet uten tillegg og modifikasjoner. Dette bør hensyntas ved utforming av forskrifter til gjennomføring av EUs nivå 2-regulering.

Transaksjoner som omfattes av flaggeplikten

Den norske Advokatforening deler utvalgets vurdering av at det etter direktivet er krav om at avhendelse av rettigheter til aksjer skal være underlagt flaggeplikt.

Advokatforeningen viser til at direktivet art. 9 nr. 2 går lenger enn gjeldende norsk rett ved at det kreves at passering av flaggetersklene ved kapitalendringer, skal omfattes av flaggeplikten, også der aksjonærene forholder seg passive. Advokatforeningen uttaler om dette:

«I praksis vil dette bety at aksjonærene kan havne i flaggeposisjon uten selv å ha kunnskap om forholdet som utløste flaggeplikten. Direktivet har løst dette gjennom særlige unntaksregler som må antas å løse de utfordringer en slik bestemmelse i utgangspunktet representerer. Advokatforeningen vil be Departementet likevel å vurdere om unntakene bør implementeres direkte i norsk rett.»

Næringslivets Hovedorganisasjon mener det er uheldig at ren passivitet vil kunne utløse flaggeplikt, men deler imidlertid utvalgets vurdering av at slike situasjoner omfattes av direktivet.

Finansnæringens Hovedorganisasjon/Sparebankforeningen mener også at det kan være uheldig at man havner i flaggeposisjon uten å kjenne til omstendigheten som utløser denne, men viser til at denne regelen må ses i sammenheng med utkastet § 5-8 om utstедers informasjonsplikt ved endringer i aksjekapital, rettigheter, lån og vedtekter.

Kredittilsynet viser til at det er en rekke uklarheter om hvilke rettigheter som skal flagges i gjeldende rett. Utvalget har ikke tatt stilling til hvordan disse spørsmålene skal løses i forhold til de nye bestemmelsene. Kredittilsynet understreker behovet for at spørsmålene avklares, men antar at dette kan utstå til forskriftsarbeidet i etterkant av lovendringene.

Til utvalgets vurdering om at etablering av konsernforhold, inngåelse av forpliktende samarbeidsavtaler, samt bortfall av rettigheter til aksjer på annen måte enn utøvelse skal flagges, antar Kredittilsynet at flaggemelding også utløses hvis flaggegrenser passerer ved bortfall av konsernforhold eller opphør av aksjonæravtaler. Etter Kredittilsynets vurdering bør dette avspeiles i § 4-2 tredje ledd ved at disse typer bortfall/opphør nevnes som tilfelle som kan utgjøre «annen omstendighet».

Instrumenter omfattet av flaggeplikten

Den norske Advokatforening støtter utvalgets forslag om å videreføre gjeldende rett med hensyn til flaggeplikt for konvertible obligasjoner, tegningsretter og tilsvarende rettigheter, selv om direktivet ikke oppstiller flaggeplikt i forhold til disse instrumentene.

Flagging av andel stemmer eller kapital

Den Norske Advokatforening viser til at flaggeplikten etter direktivet kun omfatter stemmerettigheter, og at det ikke er krav om flagging for erverv eller avhendelse av stemmeløse aksjer. Advokatforeningen mener utvalget ikke har gitt noen tilfredsstillende begrunnelse for å videreføre gjel-

dende regler om flagging av erverv av andel av aksjekapitalen. Advokatforeningen foreslår at «direktivets ordning på dette punkt følges fullt ut».

Terskelgrensene for flaggeplikten

Den norske Advokatforening kan ikke se at utvalget har gitt en «tilfredsstillende begrunnelse» for å opprettholde gjeldende terskelgrense på 90%, et krav som ikke følger av direktivet.

Unntak fra flaggeplikt

Finansnæringens Hovedorganisasjon/Sparebankforeningen uttaler følgende om gjennomføring av direktivet art. 9 nr. 5:

«Av direktivet artikkel 9 nr. 5 fremgår det at flaggebestemmelsene ikke får anvendelse på en markedspleiers erverv eller avhending av en betydelig besittelse som når opp i eller overskrider terskelen på 5 prosent, når denne opptrer som markedspleier (market maker). Forutsetningen er at dette ikke griper inn i den berørte utstедers ledelse eller påvirker utstедeren til å kjøpe slike aksjer eller støtte aksjekursen. Tilsvarende regler følger i dag av forskrift 18.12.02 nr. 1613. Vi forutsetter at innholdet i denne forskriften videreføres, jf. den foreslåtte forskriftshjemmelen i § 4-2 niende ledd.»

Om gjennomføring av direktivet art. 9 nr. 6 uttaler *Finansnæringens Hovedorganisasjon/Sparebankforeningen*:

«Direktivet artikkel 9 nr. 6 åpner for at hjemstatene kan bestemme at stemmerettighetene som inngår i handelsporteføljen til en kredittinstitusjon eller et verdipapirforetak ikke skal medregnes for flaggeformålene dersom stemmerettighetene ikke overstiger 5 prosent og vedkommende institusjon sørger for at disse stemmerettighetene ikke utøves eller på annen måte anvendes til å gripe inn i utstедers ledelse. Vi er enige med lovutvalget i at forskriften om unntak må utvides til å gjelde dette alternativet.»

16.1.5 Departementets vurdering

Generelt

Reglene om flaggeplikt har en viktig funksjon i forhold til å informere aktører i aksjemarkedet og tilsynsmyndigheter om aksjonærers større erverv eller avhendelser av aksjer og/eller rettigheter til aksjer. I Norge kan man også finne informasjon om eierne av aksjer i selskapets aksjeeierregister, jf. allmennaksjeloven § 4-4. Det er imidlertid viktig

forskjeller på disse opplysningskildene, bl.a. inneholder ikke aksjeeierregisteret informasjon om rettigheter til aksjer (slik som opsjoner mv.), og utenlandske eiere må ikke registrere seg i aksjeeierboken med eget navn (de kan la seg forvalterregistrere). Et velfungerende flaggesystem er derfor av stor betydning for det norske verdipapirmarkedets virkemåte og effektivitet. For ordens skyld nevnes at flaggereglene må holdes systematisk atskilt fra meldeplikten som påhviler ledende ansattes mv. kjøp og salg av aksjer i foretaket vedkommende er tilknyttet (primærinnsideres meldeplikt), jf. lovforslaget § 4-1.

Det finnes allerede regler om flagging i verdipapirhandelloven, og disse bygger til dels på eksisterende EØS-forpliktelser. De nye EØS-reglene innebærer en skjerping av de gamle EØS-reglene, og dette innebærer at det må gjennomføres tilsvarende innskjerpelser i norsk rett. Dette gjelder bl.a. kravet om at flaggeplikten også skal kunne inntre i de tilfeller aksjonæren forholder seg passiv, og det er forhold utenfor hans kontroll (f.eks. kapitalnedsettelse) som medfører at flaggegrensen passerer. På enkelte punkter går de norske flaggereglene lenger enn det som følger av både gamle og nye EØS-regler. Dette gjelder bl.a. spørsmålet om flaggeplikten bare skal vurderes i forhold til erververs/avhenders andel av stemmerettighetene i selskapet (slik det kreves etter direktivet), eller om flaggeplikten i tillegg skal utløses dersom erverver/avhenders andel av kapitalen i selskapet passerer de angitte grenser (slik det kreves i Norge i dag). Etter departementets syn bør ikke gjennomføringen av det nye direktivet i norsk rett medføre en svekkelse av dagens norske regelverk, og det legges opp til å videreføre de sentrale punktene i dagens regelverk der dette går lenger enn direktivforpliktelsene. Det vises til nærmere omtale nedenfor.

Virkeområdet for flaggeplikten

I likhet med utvalget mener departementet at virkeområdet for reglene om flaggeplikt må være i samsvar med direktivet art. 19 om hjemstatskontroll, som bestemmer at norske myndigheter kun skal føre tilsyn med flagging av erverv mv. overfor utstедere som har Norge som hjemstat.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at flaggeplikten skal gjelde for aksjer (og visse andre rettigheter til aksjer) som er utstedt av et foretak (utstедer) opptatt til handel på regulert marked med Norge som hjemstat. Med hensyn til hva som skal til for å anse en utstедer for å ha Norge som hjemstat, vises det til nærmere omtale

av dette i tilknytning til forslaget til regler om periodisk informasjonsplikt i kapittel 5. Virkeområdet for regelverket blir dermed utvidet i forhold til gjeldende rett, som kun omhandler transaksjoner i aksjer mv. som er notert på norsk børs.

I de tilfeller hvor Norge er vertsstat for en utsteder, gjelder hjemstatens regler om flaggeplikt. Med hensyn til hva som skal til for å anse en utsteder for å ha Norge som vertsstat, vises det til nærmere omtale av dette i tilknytning til forslaget til regler om periodisk informasjonsplikt i lovens kapittel 15.

Det vises til forslaget ny § 4-2 første ledd.

Transaksjoner som omfattes av flaggeplikten

Departementet deler utvalgets vurdering av at begrepene «erverv» og «avhendelse» vil være dekkende for begrepene «acquires» og «disposes» i direktivet, og at vederlagsfrie overføringer er omfattet. I likhet med utvalget legger departementet til grunn at avhendelse av rettigheter er omfattet av direktivet, jf. art. 13 nr. 1. På dette punktet må derfor norsk rett endres for å bli i samsvar med direktivet.

Departementet er enig med utvalget i at det i direktivet art. 9 nr. 2 kreves at passering av flaggetersklene ved kapitalendringer skal omfattes av flaggeplikten, også i tilfelle der aksjonæren forholder seg passiv. En konsekvens av dette er at en person kan havne i flaggeposisjon uten å ha kjennskap til begivenheten som utløser flaggeplikten. Norsk rett må endres for at passering av flaggeterskler ved kapitalendringer skal omfattes av flaggeplikten.

Som flere av høringsinstansene har påpekt, kan det være uheldig at en aksjonær havner i flaggeposisjon uten å ha kjennskap til begivenheten som utløser flaggeplikten. Forslaget må imidlertid sees i sammenheng med utkastet § 5-8 om utstедers informasjonsplikt ved endringer i aksjekapital, rettigheter, lån og vedtekter (se omtale i kapittel 19). Etter forslaget skal aksjeutstedere straks offentliggjøre endring i rettighetene til utstедers aksjer, herunder endringer i finansielle instrumenter utstedt av selskapet. Annen utsteder enn aksjeutsteder skal straks offentliggjøre endring i rettighetene knyttet til utstедers omsettelige verdipapirer. Etter utkastet § 5-12 skal utsteder offentliggjøre opplysninger etter § 5-8 på en effektiv og ikke-diskriminerende måte, og på en slik måte at man sikrer tilgang til opplysningene i hele EØS-området. Departementet antar at utstедers plikt til å offentliggjøre endringer i rettigheter mv. begrenser risikoen for at aksjonærer og andre rettighetshavere

befinner seg i flaggeposisjon uten å ha kjennskap til begivenheten som utløser flaggeplikten. Videre viser departementet til at det i forslag til sanksjoner foreslås at illeggelse av overtredelsesgebyr eller straff (i form av bøter) for overtredelse av § 4-2 forutsetter forsett eller uaktsomhet. En person som unnlater å flagge i medhold av § 4-2 fordi vedkommende ikke har eller burde hatt kjennskap til begivenheten som utløser flaggeplikt, vil dermed ikke uten videre kunne ilegges overtredelsesgebyr eller bøtestraff. Departementet slutter seg derfor til utvalgets forslag.

Departementet slutter seg til også til utvalgets vurdering av at direktivet på visse vilkår krever flagging ved endringer av aksjonærenes stemmerettsfordeling, jf. art. 9 nr. 2 annet ledd. Videre deler departementet utvalgets vurdering av at direktivet art. 10 a) og e) oppstiller krav om flagging av visse typer avtaler samt i visse typer kontrollforhold. Departementet slutter seg derfor til at etablering av konsernforhold skal kunne utløse flaggeplikt, i tillegg til inngåelse av forpliktende samarbeidsavtaler når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier, jf. ny § 2-5 nr. 5. Departementet er også enig med utvalget i at det ikke er fullt ut klart hvilke omstendigheter som skal utløse flaggeplikt etter art. 10. På denne bakgrunn slutter departementet seg til lovutvalgets forslag om at § 4-2 annet ledd knytter flaggeplikten til erverv, avhendelse eller «annen omstendighet».

Utvalget har foreslått en eksemplifisering av hva som kan regnes som «annen omstendighet», jf. utvalgets forslag til § 4-2 tredje ledd. Departementet er enig med Kredittilsynet i at det ikke fremgår klart av utvalgets forslag at de nevnte begivenhetene ikke representerer en uttømmende liste. I forhold til begivenheter som ikke uttrykkelig er angitt i § 4-2 tredje ledd, må det bero på en tolking av § 4-2 annet ledd om den aktuelle begivenhet er å anse som «annen omstendighet». På denne bakgrunn mener departementet at det ikke er hensiktsmessig med en bestemmelse som angir eksempler på hva som kan regnes som «annen omstendighet». Imidlertid vil det kunne være viktig for brukerne av regelverket at «annen omstendighet» presiseres i regelverket. Departementet foreslår derfor en bestemmelse som gir departementet myndighet til å gi regler om hva som skal anses som «annen omstendighet» i forskrift, jf. forslag til § 4-2 niende ledd.

Departementet deler utvalgets vurdering av at norsk rett allerede er i samsvar med direktivet art. 14 hva angår et selskaps erverv av egne aksjer. Departementet er enig i at bestemmelsen om lån og tilbakelevering av aksjer i vphl. § 3-2

fjerde ledd kan videreføres, jf. forslaget til § 4-2 fjerde ledd.

Personer som omfattes av flaggeplikten

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at en aksjonær eller «annen person» vil kunne omfattes av flaggeplikten. En annen person vil for eksempel kunne være en person som erverver rettigheter til aksjer. Etter forslaget § 4-2 åttende ledd vil bestemmelsen gjelde tilsvarende for grunnfondsbevis.

Instrumenter omfattet av flaggeplikten

Departementet deler utvalgets vurdering av at flaggeplikt etter direktivet omfatter aksjer, depotbevis og finansielle instrumenter som gir en ubetinget rett til erverv av allerede utstedte og noterte aksjer med stemmerett, jf. art. 9 nr. 1 og 13 nr. 1. Følgelig vil konvertible obligasjoner, tegningsrett og tilsvarende rettigheter ikke være omfattet av flaggeplikten etter direktivet. Ettersom Norge kan stille strengere krav til flaggeplikten enn direktivet i medhold av hjemstatskompetanse, foreslår utvalget å videreføre flaggeplikten også overfor disse instrumentene. Departementet slutter seg til utvalgets forslag om å videreføre gjeldende rett på dette punktet. Departementet slutter seg også til utvalgets forslag om å videreføre gjeldende rett med hensyn til flaggeplikten for grunnfondsbevis, flagging av terminer og aggregering av en aksjeeiers aksjer og rettigheter til aksjer. Departementet foreslår å videreføre bestemmelsen i gjeldende rett om at som rettighet til aksjer regnes i lån som nevnt i aksjeloven § 11-1 og allmennaksjeloven § 11-1, tegningsretter, opsjoner på kjøp av aksjer og tilsvarende rettigheter. Det vises til lovforslaget § 4-2 femte ledd.

Direktivet artikkel 10 inneholder bestemmelser om fullmaktsforhold mv. som pålegger flaggeplikt ved utøvelse av stemmerettigheter til aksjer. Flaggeplikt etter disse bestemmelsene synes å omfatte personer som ikke eier aksjer (eller rettigheter til aksjer), og som ikke har noen form for tilknytning til aksjeeierne. Disse situasjonene er ikke omfattet av flaggeplikten etter gjeldende rett.

Etter artikkel 10 bokstav b) oppstår flaggeplikt dersom vedkommende har inngått avtale med en tredjepart om midlertidig overføring av stemmerettigheter mot et vederlag. Etter norsk rett er det som utgangspunkt ikke adgang til å skille stemmerettigheter fra aksjer. Heller ikke tilfellene regulert i artikkel 10 bokstav d), f) eller g) synes aktuelle for norske aksjeutstedere av denne grunn. Fra det alminnelige utgangspunktet om at stemmerettig-

heter ikke kan skilles fra aksjer, er det imidlertid innført et unntak i allmennaksjeselskapsloven § 4-2 annet ledd. Etter en endring av allmennaksjeloven § 4-2 15. desember 2006 nr. 88 (i kraft 1. januar 2007) kan erververen og avhenderen av en aksje avtale at avhenderen skal kunne utøve rettigheter som aksjeeier frem til disse går over til erververen. Etter § 4-2 første ledd går rettighetene over til erververen når ervervet er innført i aksjeeierregisteret, eller når ervervet er meldt og godtgjort uten at det hindres på grunn av bestemmelsene om vedtektsbestemmelser om samtykkekrav mv. i lovens §§ 4-16 til 4-23. Bestemmelsen åpner for at en avhender av aksjer med grunnlag i avtale kan utøve stemmerett til aksjen i en periode mellom eierskifte avtales og til rettighetene er gått over til erververen. Etter departementets vurdering er det en mulighet for at en avtale etter omstendighetene vil omfattes av en eller flere av bestemmelsene i direktivet artikkel 10. Departementet foreslår på denne bakgrunn at bestemmelsene om flaggeplikt i ny verdipapirhandellov § 4-2 skal omfatte stemmerettigheter til aksjer som kan utøves med grunnlag i avtale etter allmennaksjeloven § 4-2. Det vises til ny verdipapirhandellov § 4-2 tredje ledd nr. 3.

Etter art. 10 bokstav c) kommer reglene om flaggeplikt i art. 9 nr. 1 og nr. 2 også til anvendelse i forhold til fysiske eller juridiske personer i den utstrekning de har rett til å erverve, avhende eller utøve stemmerettigheter i tilfeller hvor aksjer med tilknyttede stemmerettigheter er stilt som sikkerhet til vedkommende, forutsatt at han kontrollerer stemmerettighetene og har erklært at vedkommende har til hensikt å bruke dem. Etter norsk rett vil en pantthaver uten særskilt fullmakt i alminnelighet ikke ha anledning til å stemme for en pantsatt aksje. Dette vil som utgangspunkt tilsi at art. 10 bokstav c) ikke bør gjennomføres i norsk rett. Imidlertid kan det tenkes tilfeller hvor pantthaver uten fullmakt vil ha anledning til å stemme for en pantsatt aksje. Et nærliggende eksempel er lov 26. mars 2004 nr. 17 om finansiell sikkerhetsstillelse. Etter omstendighetene vil det måtte flagges etter denne lovens §§ 3 (overdragelse av eiendomsrett) og 4 (bruksrett til pantsatt finansiell sikkerhet). Departementet legger derfor til grunn at art. 10 bokstav c) må gjennomføres av hensyn til disse tilfellene. Departementet foreslår at reglene om flaggeplikt skal gjelde tilsvarende for stemmerettigheter til aksjer som kan utøves med grunnlag i avtale etter lov om finansiell sikkerhetsstillelse §§ 3 og 4. Flaggeplikten begrenses imidlertid til tilfeller hvor sikkerhetshaveren har erklært overfor sikkerhetsstilleren at han har til hensikt å stemme for aksjene, jf. begrensningen i direktivet artikkel 10

c) om at sikkerhetshaveren «declares its intention of exercising them». Departementet viser til forslaget til ny verdipapirhandellov § 4-2 tredje ledd nr. 1. At art. 10 bokstav c) foreslås gjennomført i norsk rett innebærer ikke at det foreslås endringer i norsk lovgivning om panthavers adgang til å stemme for en pantsatt aksje.

Art. 10 bokstav h) vil komme til anvendelse der vedkommende person kan utøve stemmerettigheter som fullmektig for en aksjonær etter eget skjønn uten spesifikke instruksjoner fra aksjonæren. Bestemmelsen medfører for eksempel at en aktiv forvalter vil kunne ha flaggeplikt dersom forvalteren har en generell rett til å avgi stemme. Er aksjen forvalterregistrert, vil forvalteren bare kunne utøve økonomiske rettigheter, jf. allmennaksjeloven § 4-10 nr. 3. Ifølge aksjeloven og allmennaksjeloven § 5-2, jf. § 5-3, er det fri adgang til å la fullmektig utøve stemmerett, hvilket kan gjøres etter instruksjoner fra aksjonæren eller uten slike instruksjoner. Etter departementets vurdering vil direktivet artikkel 10 bokstav h) gjennomføres ved at flaggeplikten omfatter stemmerettigheter som utøves med grunnlag i fullmakt hvor det ikke foreligger instruks fra aksjeeieren. Det vises til ny verdipapirhandellov § 4-2 tredje ledd nr. 2.

Departementet anser at det kan være behov for å gi ytterligere regler om omfanget av flaggeplikten for stemmerettigheter til aksjer. Det foreslås derfor at bestemmelsen i § 4-2 niende ledd omfatter adgang til å gi ytterligere regler om stemmerettigheter.

Flagging av andel stemmer eller aksjekapital

Flagging av stemmerettsløse aksjer ble gjennomført i norsk rett i 1985. Flaggeplikt ved erverv/avhendelse av stemmerettsløse aksjer er også gjennomført i de andre nordiske lands rett. Utvalget opplyser at flaggeplikt med hensyn til stemmerettsløse aksjer vil bli videreført i disse landene. Departementet kan ikke se at det verken fra utvalgets side eller i høringen har fremkommet opplysninger som gjør det naturlig å ta initiativ til å oppheve reglene om flaggeplikt for stemmerettsløse aksjer. Departementet støtter dermed utvalgets forslag om å videreføre gjeldende rett på dette punktet.

Departementet slutter seg derfor til utvalgets forslag om å videreføre regler om flagging av aksjonærenes forholdsmessige andel av aksjekapitalen, selv om direktivet kun stiller krav om flagging av aksjer med tilknyttet stemmerett. Det vises til forslaget til ny verdipapirhandellov § 4-2 annet ledd.

Terskelgrensene for flaggeplikten

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om å innføre nye terskelgrenser på 15 % og 25 %. Videre er departementet enig i at grensene på 1/3 og 2/3 videreføres. Etter direktivet art. 9 nr. 3 (b) og (c) behøver norske myndigheter i så fall ikke innføre terskelgrenser på 30 % og 75 %.

Som utvalget påpeker, har grensen på 90 % i gjeldende rett sin bakgrunn i at dette er grensen for tvangsinnløsning av aksjonærer etter asal. § 4-25. Videre vil direktiv 2004/25/EF (overtakelsestilbud) innføre en rett til tvangsinnløsning ved erverv av 90 % av aksjene i selskaper notert innenfor hele EØS-området. På denne bakgrunn er departementet enig med utvalget i at terskelgrensen på 90 % bør opprettholdes, jf. forslaget til ny verdipapirhandellov § 4-2 annet ledd.

Unntak fra flaggeplikten

Departementet deler utvalgets vurdering av at direktivets unntak fra flaggeplikten i art. 9 nr. 4 og 5 må innføres i norsk rett, også i hjemstatstilfellene. I likhet med utvalget legger departementet til grunn at det til gjennomføring av bestemmelsen i art. 9 nr. 4 må innføres et unntak fra flaggeplikten for aksjer som utelukkende erverves for å forestå clearing og oppgjørsvirksomhet innenfor en alminnelig kort oppgjørsperiode («short settlement cycle»). Dette unntaket er trolig ikke særlig praktisk for det norske verdipapirmarkedet. Videre legger departementet til grunn at den andre situasjonen som er regulert i art. 9 nr. 4 gjennomføres i norsk rett ved at det innføres et generelt unntak fra flaggeplikten for forvaltere, forutsatt at forvalteren bare kan utøve stemmerettighetene til aksjene etter skriftlig eller elektronisk instruks fra aksjonæren. Som utvalget, antar departementet at heller ikke dette synes særlig praktisk i det norske markedet, ettersom en forvalter kun kan utøve en aksjonærs økonomiske rettigheter, jf. allmennaksjeloven § 4-10 nr. 3. Vphl. § 3-2 siste ledd har i dag en hjemmel for fastsettelse av unntak fra flaggeplikten for verdipapirforetak. I forskrift av 18. desember 2002 nr. 1613 unntas på visse vilkår verdipapirforetak fra å flagge erverv eller avhendelser der 5 % grensen passerer, forutsatt at handelen foretas som ledd i deres investeringstjenestevirksomhet. Departementet deler utvalgets vurdering av at det ikke er noen vesensforskjell mellom direktivet art. 9 nr. 5 og 6 på den ene siden og forskriftsunntaket for investeringstjenester på den annen side, jf. definisjonen av «handelsbok» i art. 2 nr. 6 bokstav a) i direktiv 93/6/EF. Unntaket må imidlertid utvides til å omfatte kredittinstitusjoner.

Departementet antar at dette kan gjøres i forbindelse med forskrifter til gjennomføring av direktivets nivå-2 regler. I tillegg til art. 9 nr. 4 – 6 må direktivet art. 11 gjennomføres i norsk rett. Utvalget foreslår at det inntas en bestemmelse hvorved EØS-lands sentralbanker og Den Europeiske Sentralbanken på visse vilkår ikke behøver å flagge, jf. lovutkastet til ny § 4-2 åttende ledd annet punktum som gjennomfører art. 11. Departementet slutter seg til dette forslaget.

Forskriftshjemmel

Som nevnt ovenfor vil det være behov for å fastsette nærmere regler om flagging. Det foreslås derfor at departementet gis adgang til å fastsette nærmere regler om flagging, herunder om stemmerettigheter og annen omstendighet samt regler om unntak fra flaggeplikten. Det vises til forslaget § 4-2 niende ledd.

Melding om stemmeretts- og kapitalendringer

Departementet deler utvalgets vurdering av at det bør fastsettes en bestemmelse hvoretter aksjeutstedere skal sende en melding til markedet senest mot slutten av hver måned det finner sted en stemmerettighets/kapitalendring i selskapet. En slik bestemmelse foreslås inntatt i ny § 5-8 annet ledd, jf. direktivet art. 15.

16.2 Konsolidering

16.2.1 Norsk rett

Utvalget uttaler følgende om gjeldende regler om konsolidering (NOU 2006:3 side 212):

«Etter vphl. § 3-2 sjette ledd fremgår det at like med erververens eller avhenderens egne aksjer eller rettigheter til aksjer, regnes aksjer eller rettigheter til aksjer som eies eller i tilfelle erverves eller avhendes av nærstående som nevnt i § 1-4.

Som noens nærstående etter § 1-4 menes:

1. ektefelle eller en person som vedkommende bor sammen med i ekteskapslignende forhold,
2. mindreårige barn til vedkommende selv, samt mindreårige barn til en person som nevnt i nr. 1 som vedkommende bor sammen med,
3. selskap innen samme konsern som vedkommende,
4. selskap hvor vedkommende selv eller noen som er nevnt i nr. 1, 2, eller 5, har slik innflytelse som nevnt i aksjeloven og allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd eller selskapsloven § 1-2 annet ledd,

5. noen som det må antas at vedkommende har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument.

Det følger av allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd at et allmennaksjeselskap er et morselskap hvis det på grunn av avtale eller som eier av aksjer eller selskapsandeler har bestemmende innflytelse over et annet selskap (datterselskap). Et allmennaksjeselskap skal alltid anses å ha bestemmende innflytelse hvis selskapet:

1. eier så mange aksjer eller andeler i et annet selskap at de representerer flertallet av stemmene i det andre selskapet, eller
2. har rett til å velge eller avsette et flertall av medlemmene i det andre selskaps styre.

Eier et morselskap sammen med et datterselskap, eller eier ett eller flere datterselskaper sammen, så mange aksjer eller andeler i et annet selskap som angitt i første punktum, anses det sistnevnte selskap som datterselskap til morselskapet. Har et morselskap sammen med et datterselskap, eller har ett eller flere datterselskaper sammen, slik bestemmende innflytelse og andel i et annet selskaps driftsresultat som angitt i annet punktum, anses det sistnevnte selskap som datterselskap til morselskapet».

16.2.2 EØS-rett

Utvalget uttaler følgende om de nye EØS-reglene om konsolidering (NOU 2006:3 side 211):

«Etter art. 10 kommer flaggeplikten i art. 9 nr. 1 og 2 også til anvendelse i forhold til fysiske eller juridiske personer i den utstrekning de har rett til å erverve, avhende eller utøve stemmerettigheter i et eller flere av følgende tilfeller:

- a) dersom vedkommende har inngått en avtale med en tredjepart, som forplikter partene til, gjennom samordnet utøvelse av stemmerettighetene de besitter, en langsiktig, felles politikk overfor ledelsen i utstederselskapet
- b) dersom vedkommende har inngått avtale med en tredjepart om midlertidig overføring stemmerettigheter mot et vederlag
- c) dersom aksjer med tilknyttede stemmerettigheter er stilt som sikkerhet til vedkommende, forutsatt at han kontrollerer stemmerettighetene, og har erklært at vedkommende har til hensikt å bruke dem
- d) dersom det er tale om aksjer med tilknyttede stemmerettigheter som vedkommende har livslang disposisjonsrett over
- e) dersom vedkommende kontrollerer et selskap som er berettiget til å utøve stemme-

rettigheter i henhold til bestemmelsene i bokstav a-d

- f) dersom aksjer med tilknyttede stemmerettigheter er deponert hos vedkommende og denne etter eget forgodtbefinnende kan benytte stemmerettighetene uten spesifikke instruksjoner fra aksjonærene
- g) stemmerettigheter som besittes av en tredjeperson i eget navn men for vedkommendes regning
- h) dersom vedkommende kan utøve stemmerettigheter som fullmektig for aksjonærene etter eget skjønn uten spesifikke instruksjoner fra aksjonærene

Art. 10 bokstav c) skal på visse vilkår ikke komme til anvendelse på aksjer «provided to or by» medlemmer av ESCB, jf. art. 11 nr. 1.

Art. 12 nr. 4 første ledd bestemmer at morselskap til et forvaltningsselskap («management company») ikke skal måtte konsolidere («aggregate») sine eiendeler etter art. 9 og 10, med eiendelene som forvaltes av forvaltningsselskapet i henhold til direktiv 85/611/EF, forutsatt at forvaltningsselskapet utøver sine stemmerettigheter uavhengig av morselskapet. Etter annet ledd skal imidlertid art. 9 og 10 komme til anvendelse der morselskap, eller annet datterselskap av morselskapet, har investert i andeler som forvaltes av forvaltningsselskapet, og forvaltningsselskapet er uten diskresjonær kompetanse mht. å utøve stemmerettigheter tilknyttet andelene, men bare kan utøve slike stemmerettigheter under direkte eller indirekte instruksjoner fra morselskap eller annet datterselskap av morselskapet.

Art. 12 nr. 5 bestemmer at morselskap til verdipapirforetak med konsesjon i henhold til MiFID-direktivet ikke skal pålegges konsolidering etter art. 9 og 10 med eierandelene som verdipapirforetaket forvalter på «client-by-client basis» i henhold til MiFID art. 4 (1) forutsatt at:

- verdipapirforetaket har konsesjon til å tilby slik porteføljeforvaltning under MiFID punkt 4 i section A, annex I
- det bare kan utøve slike stemmerettigheter tilknyttet slike aksjer i henhold til skriftlig eller elektronisk formidlet instruks, eller det sørger for at porteføljeforvaltningstjenestene utøves uavhengig fra andre tjenester angitt i direktiv 85/611/EF, ved å innføre passende ordninger
- verdipapirforetaket utøver sine stemmerettigheter uavhengig av morselskapet.

Etter art. 12 nr. 5 annet ledd skal imidlertid art. 9 og 10 komme til anvendelse der morselskap, eller annet datterselskap av morselskapet, har investert i andeler som forvaltes av verdipapirforetaket, og verdipapirforetaket er uten dis-

kresjonær kompetanse mht. å utøve stemmerettigheter tilknyttet andelene, og bare kan utøve slike stemmerettigheter under direkte eller indirekte instruksjoner fra morselskap eller annet datterselskap av morselskapet».

Departementet slutter seg til utvalgets fremstilling av de nye EØS-reglene om konsolidering.

I forslag til kommisjonsdirektiv er det i artikkel 10 fastsatt nærmere bestemmelser om vilkårene for at et morselskap til forvaltningsselskap eller investeringsselskap kan unntas fra plikten til konsolidering etter direktivet artikkel 12 nr. 4 og 5.

16.2.3 Utvalgets forslag

Lovutvalget uttaler følgende (NOU 2006:3 side 212-213):

«Direktivets hovedregler om konsolidering fremkommer av art. 10. Hensikten med bestemmelsen er å likestille visse tredjepersoners erverv, avhendelser og innehav av stemmerettigheter med en aksjonærs, eventuelt annen flaggepliktig persons. Den nærmere rekkevidden av art. 10 er imidlertid ikke åpenbar. Utvalget antar at kun tre av konsolideringsalternativene i bestemmelsen er aktuell for norske selskapers vedkommende, jf. under.

Virkeområde

Både juridiske og fysiske personer (herunder aksjonærer) omfattes av art. 10. Utvalget legger til grunn at stemmerettsbeholdningen til personene som konsolideres må nå opp til, passere eller falle under en av flaggegrensene i art. 9 («The notification requirements shall apply»). Det er rimelig å anta at en aksjonærs beholdning av stemmeberettigede aksjer etter art. 9, skal aggregeres med stemmerettighetene som reguleres i art. 10. Tilsvarende gjelder etter vphl. § 3-2 sjette ledd («Like med»). Videre synes det riktig at konsolideringsplikten etter art. 10 vil kunne inntre allerede på avtaletidspunktet, for eksempel ved inngåelsen av en aksjonæravtale eller ved tildelingen av en fullmakt til å stemme, jf. «entitled to». Konsolideringsbestemmelsen i vphl. § 3-2 sjette ledd omfatter til forskjell kun aksjer eller rettigheter til aksjer som «eies eller i tilfelle erverves eller avhendes av nærstående».

Konsolideringsregler for norske utstedere

Utvalget antar at enkelte av konsolideringsalternativene i art. 10 ikke vil være aktuelle for norske aksjeutstedere. Etter norsk rett er det for eksempel ikke adgang til å skille stemmerettigheter fra aksjer, jf. bokstav b). Videre vil en panthaver uten særskilt fullmakt ikke ha anledning til å stemme for en pantsatt aksje, jf. bokstav c). Unntak fra dette kan følge av for

eksempel lov om finansiell sikkerhetsstillelse. Etter omstendighetene vil det måtte flagges etter denne lovens §§ 3 og 4. Heller ikke bokstav d), f) eller g) synes aktuelle for norske aksjeutstedere. Utvalget legger til grunn at konsolideringsreglene i art. 10 som forutsetter en avtale eller et arrangement som vil være i strid med norsk rett, ikke bør implementeres. Etter utvalgets oppfatning er kun konsolideringsreglene i art. 10 bokstav a), e) og h) aktuelle for norske utstedere.

Art. 10 bokstav a) kommer til anvendelse dersom vedkommende person (dvs. den flaggepliktige) har inngått en avtale med en tredjepart som forplikter partene til samordnet utøvelse av stemmerettighetene de besitter i form av en vedvarende felles langsiktig politikk overfor ledelsen i utstederselskapet. Direktivforpliktelsen svarer i stor grad til opptaksdirektivet art. 92 første ledd bokstav c). Alternativet tilsvare langt på vei gjeldende vphl. § 1-4 nr. 5 (ny § 2-7 nr. 5).

Art. 10 bokstav e) er aktuell dersom et selskap som kontrolleres av vedkommende person er berettiget til å utøve stemmerettigheter i utstederforetaket. Direktivbestemmelsen svarer langt på vei til opptaksdirektivet art. 92 første ledd bokstav b). Dette alternativet har sitt motstykke i vphl. § 1-4 nr. 4 (ny § 2-7 nr. 4).

Art. 10 bokstav h) vil komme til anvendelse der vedkommende person kan utøve stemmerettigheter som fullmektig for en aksjonær etter eget skjønn uten spesifikke instruks fra aksjonæren. Bestemmelsen medfører for eksempel at en aktiv forvalter vil kunne ha flaggeplikt dersom forvalteren har en generell rett til å avgi stemme. Er aksjen forvalterregistrert vil forvalteren bare kunne utøve økonomiske rettigheter, jf. allmennaksjeloven § 4-10 nr. 3. Art. 10 bokstav h) svarer i en viss grad til opptaksdirektivet art. 92 første ledd bokstav h). En forskjell er at nevnte bestemmelse i opptaksdirektivet regulerer konsolidering av stemmerett som er knyttet til aksjer deponert hos vedkommende. Transparencydirektivet angir konsolidering av stemmerett som vedkommende kan utøve ved fullmakt. I begge tilfeller er det et vilkår at vedkommende må kunne utøve stemmeretten etter eget skjønn, og at det ikke foreligger særlig instruks fra aksjeeier. Ifølge aksjeloven og allmennaksjeloven § 5-2, jf. § 5-3, er det fri adgang til å la fullmektig utøve stemmerett, hvilket kan gjøres etter instruks fra aksjonæren eller uten slike instruks.

Forholdet til vphl. § 1-4 (ny § 2-7)

Etter det utvalget kan se vil konsolideringsbestemmelsene i vphl. §§ 3-2 sjette ledd og 1-4 (nye §§ 4-2 åttende ledd og 2-7), langt på vei tilfredsstillende kravene som stilles i art. 10 bokstav

a) og e). Uavhengig av dette foreslår utvalget at ny § 4-2 fastslår at inngåelse av avtaler om forpliktende samarbeid og konsernetableringer, utløser flaggeplikt. Det vises til pkt. 15.1.3. Utvalget kan ikke se at art. 10 bokstav h) har noe motstykke i gjeldende norsk rett. For å oppfylle EØS-forpliktelsene anses det nødvendig å presisere i ny § 4-2 åttende ledd at visse fullmektigforhold skal konsolideres. Av hensyn til at vphl. § 1-4 (ny § 2-7) gjelder generelt (for eksempel tilbudsplikt, egenhandel og meldeplikt) mener utvalget det er mest hensiktsmessig at en slik presisering inntas i vphl. § 4-2.

Konsolideringsregler for utenlandske utstedere med Norge som hjemland

Norge vil kunne være hjemland for utenlandske utstedere. Det vil være nødvendig å gjennomføre art. 10 bokstav b) – d), f) og g) for disse utstederne, jf. utkastet til forskrifthjemmel niende ledd i ny § 4-2.

Særskilte konsolideringsregler

Art. 12 nr. 4 og nr. 5 inneholder særlige regler mht. konsolidering for så vidt gjelder hhv. morselskaps eierandeler og datterselskaps eierandeler som besittes som ledd i forvaltning for kunder på nærmere vilkår, bl.a. avhengig av om datterselskapet kan utøve stemmerettigheter for slike andeler med eller uten instruks fra morselskapet. Etter utvalgets oppfatning åpner gjeldende vphl. § 1-4 nr. 3 (ny § 2-7 nr. 3) ikke for unntak fra konsolidering (og flaggeplikt) for selskap innen samme konsern. Utvalget antar at det vil være mest i tråd med EØS-forpliktelsene dersom det i norsk rett innføres unntak i slike tilfeller. Det anses mest hensiktsmessig at reglene gis i forskrift, jf. utkastet til niende ledd i ny § 4-2».

16.2.4 Høringsinstansenes merknader

Konsolideringsregler for norske utstedere

Kredittilsynet er enig i utvalgets forslag om at konsolidering ved visse fullmaktsforhold bør være regulert i § 4-2 åttende ledd og ikke i ny § 2-7. Imidlertid mener Kredittilsynet at ordlyden i forslaget til ny § 4-2 åttende ledd bør endres slik at det klarere fremgår at bestemmelsen skal omfatte fullmektiger som ikke er eier/innehar stemmerettigheter.

Videre mener Kredittilsynet at nærståendes fullmakter skal være flaggepliktige.

Forholdet til vphl. § 1-4 (ny § 2-5)

Finansnæringens Hovedorganisasjon/Sparebankforeningen deler lovutvalgets vurdering av at direktivet fordrer en bestemmelse i norsk rett om at stemmerettigheter skal regnes med når disse utøves etter fullmakt og det ikke foreligger instruks om

stemmegivning fra aksjeeieren, jf. utvalgets forslag til § 4-2 åttende ledd.

Konsolideringsregler for utenlandske utstedere med Norge som hjemstat

Den norske Advokatforening slutter seg til utvalgets vurdering med hensyn til at en aksjonærs beholdning av stemmeberettigede aksjer etter art. 9 skal aggregeres med stemmerettighetene som reguleres i art. 10. Videre deler foreningen utvalgets vurdering av at konsolideringsplikten etter art. 10 vil kunne inntre allerede på avtaletidspunktet, for eksempel ved inngåelse av en aksjonæravtale eller ved tildeling av fullmakt til å stemme. Advokatforeningen er også enig med utvalget i at kun konsolideringsreglene i art. 10, bokstav a, e og h er aktuelle for norske utstedere. Advokatforeningen støtter utvalgets utkast til § 4-2 åttende ledd (fullmektigholdsforhold) til gjennomføring av art. 10, bokstav h.

Særskilte konsolideringsregler

Den Norske Advokatforening deler utvalgets vurdering av at det vil være best i samsvar med EØS-forpliktelsene om det i forskrift innføres unntak fra konsolidering for så vidt gjelder direktivet art 12 nr. 4 og 5, henholdsvis morselskaps eierandeler og datterselskaps eierandeler som besittes som ledd i forvaltning for kunde på nærmere vilkår.

Ingen av de øvrige høringsinstansene har merknader til utvalgets forslag.

16.2.5 Departementets vurdering

Generelt om konsolidering mv.

Etter omstendighetene kan andre enn den som faktisk eier aksjer i et foretak, øve eierinnflytelse i foretaket. Dette gjelder for eksempel hvor en person får fullmakt til å stemme på selskapets generalforsamling på vegne av aksjeeier, eller hvor morselskap i konsern bestemmer hvordan datterselskaper skal utøve sine aksjonærrettigheter. De hensyn som ligger bak flaggeregulene, kan tilsi at også denne form for innflytelse underlegges regelverket.

I likhet med utvalget legger departementet til grunn at en aksjonærs beholdning av stemmeberettigede aksjer etter direktivet artikkel 9 skal aggregeres med stemmerettighetene som reguleres i artikkel 10. Videre synes det riktig at konsolideringsplikten etter artikkel 10 vil kunne inntre allerede på avtaletidspunktet, for eksempel ved inngåelsen av en aksjonæravtale eller ved tildelingen av en fullmakt til å stemme, jf. «entitled to». Departementet deler utvalgets vurdering av at den

nærmere rekkevidden av direktivet artikkel 10 ikke er åpenbar, jf. blant annet omtalen nedenfor. Det kan derfor bli aktuelt å presisere noen bestemmelser ytterligere i forskrift, jf. forslag til forskriftshjemmel i § 4-2 niende ledd.

Direktivets artikkel 10 er etter departementets vurdering noe uklar. Bestemmelsen synes å omfatte en rekke ulike situasjoner, der eneste fellestrekk er at det pålegges flaggeplikt for aksjeinnehaver til andre enn aksjonærer. Dette må holdes atskilt fra rettighetseiere, hvis innehav av opsjoner mv. etter omstendighetene likestilles med innehav av aksjer, jf. nærmere omtale ovenfor. Enkelte av situasjonene som reguleres i artikkel 10 dreier seg om tradisjonell konsolidering (dvs at aksjene til visse personer med nær tilknytning til aksjonæren skal regnes med ved beregningen av aksjonærens andel av stemmerettighetene). I andre tilfeller pålegges andre personer flaggeplikt som «står på egne ben», hvor det ikke kreves noen form for tilknytning til en aksjonær. Dette gjelder særlig visse fullmaktsforhold. Som omtalt i 16.1.5, foreslår departementet at personer som kan utøve stemmerett over aksjer uten at de for øvrig har tilknytning til en aksjonær, pålegges flaggeplikt på selvstendig grunnlag, jf. forslag til vphl. § 4-2 nytt tredje ledd.

Det er gitt tradisjonelle *konsolideringsbestemmelser* i direktivets artikkel 10 bokstav a) og e).

Artikkel 10 bokstav a) kommer til anvendelse dersom vedkommende fysiske eller juridiske person (dvs. den flaggepliktige) har inngått en avtale med en tredjepart som forplikter partene til samordnet utøvelse av stemmerettighetene de besitter i form av en vedvarende felles langsiktig politikk overfor ledelsen i utstederselskapet. Direktivforpliktelsen svarer i stor grad til opptaksdirektivet art. 92 første ledd bokstav c). Alternativet tilsvarer langt på vei gjeldende vphl. § 1-4 nr. 5 (forslag til ny § 2-5 nr. 5). Artikkel 10 bokstav e) er aktuell dersom et selskap som kontrolleres av vedkommende fysiske eller juridiske person er berettiget til å utøve stemmerettigheter i utstederforetaket. Direktivbestemmelsen svarer langt på vei til opptaksdirektivet art. 92 første ledd bokstav b). Dette alternativet har sitt motstykke i gjeldende vphl. § 1-4 nr. 3 og 4 (forslag til ny § 2-5 nr. 4).

I tillegg vil henvisningen i flaggebestemmelsen til lovforslagets § 2-5 innebære at det etter norsk rett vil være grunnlag for konsolidering i situasjoner hvor det ikke kreves konsolidering etter direktivet. Dette gjelder bl.a. at aksjer som eies av personlige nærstående til aksjeeieren skal regnes som aksjeeierens egne aksjer i forhold til flaggeplikten. Departementet slutter seg til utvalgets forslag om å videreføre gjeldende rett på dette punktet. Depar-

tementet foreslår derfor en bestemmelse om at like med vedkommendes egne aksjer, rettigheter til aksjer eller stemmerettigheter, regnes aksjer, rettigheter til aksjer eller stemmerettigheter som eies eller erverves av eller avhendes av nærstående som nevnt i § 2-5. Det vises til forslag til ny vphl. § 4-2 sjette ledd nr. 1.

Når det gjelder *fullmaktsforhold mv.*, inneholder direktivets artikkel 10 en rekke bestemmelser som pålegger flaggeplikt på subjekter som ikke eier aksjer (eller rettigheter til aksjer), og som ikke har noen form for tilknytning til aksjeeierne.

Hva inngår innholdet i disse bestemmelsene, vises det til omtale i pkt. 16.1.5 om flaggepliktens omfang. Som omhandlet i pkt. 16.1.5 foreslår departementet at flaggeplikten skal omfatte stemmerettigheter til aksjer som kan utøves med grunnlag i avtale etter lov om sikkerhetsstillelse §§ 3 og 4, fullmakt hvor det ikke foreligger instruks fra aksjeeieren, eller avtale etter allmennaksjeloven § 4-2. Departementet anser at de alminnelige hensynene som begrunner konsolidering av eierandeler og rettigheter til aksjer, jf. forslaget til § 4-2 sjette ledd nr. 1, også tilsier at stemmerettigheter som omhandlet i forslaget § 4-2 tredje ledd omfattes.

Departementet foreslår derfor en bestemmelse om at like med vedkommendes egne aksjer eller rettigheter til aksjer eller stemmerettigheter, regnes stemmerettigheter til aksjer som nevnt i tredje ledd som innehas av eller overføres til nærstående som nevnt i § 2-5 eller ved opphør av slike rettigheter. Det vises til ny vphl. § 4-2 sjette ledd nr. 2.

Konsolideringsregler for utenlandske utstedere med Norge som hjemland

Departementet er enig med utvalget i at det kan være nødvendig å gjennomføre samtlige bestemmelser i art. 10 for utenlandske utstedere med Norge som hjemland. Departementet mener det er hensiktsmessig at disse reglene fastsettes i forskrift, jf. forslaget til forskriftshjemmel i § 4-2 niende ledd.

16.3 Krav til innholdet i flaggemeldingen

16.3.1 Norsk rett

Kravene til innholdet i meldingen følger av vphl. § 3-3 annet ledd. Melding etter § 3-2 skal inneholde opplysninger om:

1. tidspunktet for ervervet eller avhendelsen,
2. antall aksjer meldingen omfatter,

3. om ervervet eller avhendelsen gjelder vedkommende selv eller nærstående som nevnt i § 1-4,
4. hvor stor prosentandel av aksjene og stemmene i selskapet vedkommende innehar etter ervervet eller avhendelsen som utløser meldeplikten,
5. hvor stor prosentandel av aksjene og stemmene i selskapet vedkommende innehar i form av rettigheter til aksjer etter ervervet eller avhendelsen som utløser meldeplikten, og
6. opplysninger om på hvilket tidspunkt rettigheter som nevnt i § 3-2 tredje ledd kan utøves.

16.3.2 EØS-rett

Art. 12 regulerer innholdet i flaggemeldinger, samt hvordan det skal flagges.

Art. 12 nr. 1 bestemmer at melding om større eierandeler etter art. 9 og 10 skal inneholde følgende opplysninger:

1. situasjonen som følge av ervervet/avhendelsen for så vidt angår andelen av stemmerettigheter og kapital.
2. kjeden av kontrollerte selskaper som stemmerettighetene besittes gjennom («the chain of controlled undertakings through which voting rights are effectively held.»)
3. datoen da terskelgrensen ble nådd eller passert (over eller under).
4. identiteten til aksjonæren, selv om vedkommende ikke er berettiget til å utøve stemmerettigheter under vilkårene fastlagt i art. 10, og identiteten til den person eller juridiske enhet som er berettiget til å utøve stemmerettigheter på vegne av aksjonæren.

Kommisjonen kan i medhold av art. 12 nr. 8 fastsette nærmere bestemmelser om blant annet innholdet av flaggemeldinger, herunder utforme et «standard form» som skal benyttes ved fremsettelse av flaggemelding.

16.3.3 Utvalgets forslag

Lovutvalget uttaler (NOU 2006: 3 side 214):

«Norsk rett er i utgangspunktet strengere enn direktivet for så vidt gjelder innholdet av flaggemeldinger. Kommisjonen skal imidlertid fastsettes nærmere nivå-2 regler om innholdet av flaggemeldinger. Det synes hensiktsmessig at kravene til flaggemeldinger samles ett sted. Utvalget foreslår på denne bakgrunn at kravene til slike meldinger fastsettes i forskrift».

16.3.4 Høringsinstansenes merknader

Justisdepartementet ber departementet vurdere om ikke regler om innholdet i flaggemeldingen «er av en slik art at de i stedet bør fremgå direkte av lovteksten».

Oslo Børs viser til at i utkast til nivå 2-regulering er det lagt opp til bruk av et standard meldeskjema. Dersom Norge som eneste eller ett av få land innfører spesielle krav til flaggemeldinger som gjør at et standardskjema ikke kan benyttes, vil dette være uheldig i forhold til utenlandske investorer som investerer i flere land. På denne bakgrunn mener børsen at kravene til flaggemeldingens innhold bør reguleres i forskrift.

Ingen av de øvrige høringsinstanser har merknader til utvalgets forslag.

16.3.5 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at kravene til innholdet i flaggemeldinger fastsettes i forskrift. Departementet legger avgjørende vekt på at reglene bør samles ett sted. For øvrig vises det til at EU-kommisjonen i forslag til kommisjonsdirektiv 14. november 2006 har fastsatt detaljerte regler om blant annet innholdet av flaggemeldinger. Gjennomføringen av disse bestemmelsene i norsk rett bør skje i forskrifts form, jf. også generell omtale av lovarbeidet ved gjennomføringen av rapporteringsdirektivet overfor i punkt 13.1.

16.4 Fremsettelse av melding

16.4.1 Norsk rett

Lovutvalget uttaler (NOU 2006:3 s. 214):

«Etter vphl. § 3-2 femte ledd skal det flagges ved melding til børsen «straks» (dvs. umiddelbart) etter at «avtale om erverv eller avhendelse av inngått». Vilkåret er i praksis tolket og håndhevet strengt. Det er uten betydning når det skal leveres i henhold til avtalen. Ved tegning av aksjer vil det avgjørende være når aksjonæren er forpliktet vis-à-vis selskapet, dvs. når forpliktelsen til å innbetale aksjeinnskuddet inntreffer (etter tildeling). Dette vil normalt være før registrering av kapitalforhøyelsen i Foretaksregisteret/VPS. Større grupper/konsern (særlig med tilstedeværelse i flere land) gis av praktiske grunner tid til å aggregere sin beholdning av aksjer, gjerne til påfølgende dag. Børsen offentliggjør innkomne flaggemeldinger i sitt meldingssystem, jf. § 3-3 tredje ledd».

16.4.2 EØS-rett

Lovutvalget uttaler (NOU 2006: 3 side 214):

«Art. 12 nr. 2 bestemmer at melding skal gis til utsteder snarest mulig og senest innen fire handelsdager regnet fra den dagen en meldeppliktig

- a) blir kjent med ervervet, avhendelsen eller muligheten for å utøve stemmerettigheter, eller, etter omstendighetene, den dagen vedkommende burde ha blitt oppmerksom på dette, uavhengig av datoen ervervet, avhendelsen eller muligheten for å utøve stemmerettigheter faktisk inntrådte,
- b) blir informert om begivenheter som nevnt i art. 9 nr. 2.

Art. 12 nr. 3 bestemmer at et selskap skal være fritatt fra å gi melding i henhold til nr. 1, dersom melding har blitt gitt av morselskap, eller, der morselskapet selv er et kontrollert selskap, av dets eget morselskap.

Art. 12 nr. 6 bestemmer at utsteder ved mottak av melding i henhold til nr. 1, og ikke senere enn tre handelsdager, skal offentliggjøre all informasjon flaggemeldingen inneholder. Etter art. 12 nr. 7 kan imidlertid hjemstaten frita utstedere fra forpliktelsen etter nr. 6 dersom flaggemeldingen blir offentliggjort av hjemstatens kompetente myndighet i henhold til vilkårene fastsatt i art. 21, ved mottak av meldingen, og ikke senere enn tre handelsdager deretter.

Etter art. 19 nr. 3 skal opplysninger som sendes utsteder i henhold til flaggreglene i art. 9, 10, 12 og 13, samtidig sendes til den kompetente myndigheten i hjemstaten.

Kommisjonen kan fastsette nærmere regler om innholdet og fremsettelsen av flaggemeldinger, jf. art. 12 nr. 8.

Det er regler om flaggemeldingers språk i art. 20 nr. 5:

«Member States shall allow shareholders and the natural person or legal entity referred to in Articles 9, 10 and 13 to notify information to an issuer under this Directive only in a language customary in the sphere of international finance. If the issuer receives such a notification, Member States may not require the issuer to provide a translation into a language accepted by the competent authorities.»

I realiteten gir direktivbestemmelsen flaggepliktige adgang til å sende flaggemeldinger på engelsk».

I medhold av direktivet artikkel 12 (8) inneholder forslag til kommisjonsdirektiv bestemmelser til utfylling av artikkel 12 (2).

16.4.3 Utvalgets forslag

Lovutvalget uttaler (NOU 2006:3 side 215):

«Fristen for å flagge»

Utvalget ser vesentlige fordeler ved å videreføre gjeldende krav til når flaggmeldinger skal inngis. Det vil etter utvalgets vurdering være lite heldig om fristen for å flagge heves fra «straks» til inntil fire dager etter sluttet avtale. Utvalget foreslår likevel at den norske flaggebestemmelsen på dette punktet tilpasses direktivets terminologi. Etter forslaget til ny § 4-2 sjette ledd skal det derved flagges så raskt som mulig etter at avtale om erverv eller avhendelse er inngått, eller vedkommende blir kjent med eller burde ha blitt kjent med annen omstendighet (kapitalendring, inngåelse av avtale mv.) som utløser flaggeplikten, jf. art. 12 nr. 2. Utvalget legger til grunn at dette ikke innebærer noen realitetsforskjell fra i dag.

Generelt om fremgangsmåten ved flagging

Det oppstår etter utvalgets vurdering to spørsmål knyttet til fremgangsmåten ved flagging. For det første må det avklares hvem som skal offentliggjøre flaggemeldinger til markedet. Direktivets utgangspunkt er her at utstederne skal stå for offentliggjøringen, likevel slik at de på gitte vilkår kan fritas fra denne plikten, jf. art. 12 nr. 6. For det andre oppstår spørsmål om hvem de flaggepliktige skal inngi meldingene til. Direktivets utgangspunkt på dette punktet er at meldingen skal sendes til utsteder, jf. art. 9 nr. 1.

Offentliggjøring av flaggemeldinger

Etter direktivet skal som nevnt utsteder offentliggjøre flaggemeldinger, jf. art. 12 nr. 6. Utvalget finner det ikke hensiktsmessig å gjennomføre direktivets ordning i norsk rett. Dette er heller ikke påkrevd. Gjeldende praksis på området er vel innarbeidet i Norge og det synes ikke å være i markedets interesse å legge ansvaret for offentliggjøring på utstederne. Utvalget foreslår derved at Kredittilsynet eller den Kredittilsynet utpeker skal offentliggjøre meldinger etter § 4-3 (det vil si primærinnsideres meldinger og flaggemeldinger). På gitte vilkår vil den Kredittilsynet kunne delegere ansvaret for offentliggjøring av flaggemeldinger til andre, mest typisk vedkommende regulerte marked der opptak til handel av aksjen finner sted. Det vises til pkt. 22.1.3 for en nærmere vurdering av denne adgangen.

Innsending av flaggemeldinger

Når det gjelder spørsmålet om hvem flaggepliktige skal inngi meldinger til, antar utvalget at gjeldende ordning ikke tilfredsstiller direkti-

vet. Utvalget kan ikke se at art. 12 nr. 2 er oppfylt hvis norsk rett kun stiller krav om innsendelse av melding til det regulerte markedet, eventuelt Kredittilsynet. Utvalget foreslår derfor at direktivets løsning legges til grunn på dette punkt. Dette betyr at flaggepliktige må sende melding til den aktuelle aksjeutstederen og til Kredittilsynet eller den Kredittilsynet utpeker, jf. art. 12. nr. 2 og 19 nr. 3. Det vises til lovutkastet § 4-2 første ledd. På gitte vilkår vil Kredittilsynet kunne delegere ansvaret for mottak og kontroll av flaggemeldinger til andre, mest typisk det aktuelle regulerte markedet, jf. art. 24 nr. 2 og 4 bokstav h). Det vises til pkt. 22.1.3 for en nærmere vurdering av denne adgangen.

Språk

Etter art. 20 nr. 5 skal flaggemeldinger kunne sendes på engelsk. Etter forslaget til ny § 4-3 fjerde ledd kan meldinger gis på norsk eller engelsk».

16.4.4 Høringsinstansenes merknader

Fristen for å flagge

Justisdepartementet mener at endret ordlyd fra «straks» til «så raskt som mulig» i forslaget til § 4-2 vil - basert på en naturlig språklig forståelse - kunne tas til inntekt for at fristen er gjort mer lempelig. Dersom det ikke er tilsiktet noen realitetsendring, mener Justisdepartementet at formuleringen «straks» bør videreføres.

Kredittilsynet og *ØKOKRIM* har gitt uttrykk for tilsvarende synspunkter.

Den Norske Advokatforening mener det ikke er nødvendig med norske særregler med hensyn til flaggefristen.

Oslo Børs støtter utvalgets forslag, og viser til at forslaget til endret ordlyd vil innebære at dagens fortolkning av «straks»-vilkåret reflekteres i bestemmelsen om flaggefrist.

Offentliggjøring av flaggemeldinger

Oslo Børs ber om at det vurderes å følge direktivets system for offentliggjøring av flaggemeldinger.

Innsending av flaggemeldinger

ØKOKRIM, *Den norske Advokatforening* og *Næringslivets Hovedorganisasjon* anbefaler at Kredittilsynet benytter adgangen til å delegere ansvar for mottak og håndtering av flaggemeldinger til børsen. *ØKOKRIM* og *NHO* viser til at børsen har et etablert system for mottak og håndtering av flaggemeldinger som fungerer utmerket. Børsen skal uansett fortsatt være mottaker etter meldeplikt-

bestemmelsene, og vil derfor fortsatt opprettholde et system for mottak av meldinger fra ulike aktører.

Språk

Den Norske Advokatforening støtter forslaget til ny § 4-3 fjerde ledd om at flaggemeldinger kan sendes på norsk eller engelsk.

16.4.5 Departementets vurdering

Fristen for å flagge

Departementet slutter seg til utvalgets vurdering av at det ikke bør innføres en lempeligere frist for å flagge enn det som følger av gjeldende rett. For å unngå uklarheter, foreslår departementet at begrepet «straks» videreføres i ny § 4-2 syvende ledd, jf. også høringsinstansenes vurdering av dette.

Offentliggjøring av flaggemeldinger

Departementet deler utvalgets vurdering av at det ikke er hensiktsmessig at utsteder pålegges å offentliggjøre flaggemeldinger. Det legges vekt på at gjeldende praksis er vel innarbeidet, og at det ikke er påvist gode grunner for at utsteder pålegges slik plikt til offentliggjøring. Departementet

slutter seg til utvalgets forslag om at Kredittilsynet, eller den Kredittilsynet utpeker, skal offentliggjøre flaggemeldinger. Hva angår Kredittilsynets muligheter til å delegere ansvaret for offentliggjøring av meldinger til andre, herunder regulert marked, vises det til omtalen i kapittel 22.

Innsending av flaggemeldinger

Departementet deler utvalgets vurdering av at direktivet art. 12 nr. 2 neppe vil anses fullt ut gjennomført dersom norsk rett kun stiller krav om innsendelse av melding til det regulerte markedet. Det foreslås derfor at den flaggepliktige må sende melding til den aktuelle aksjeutstederen, og til Kredittilsynet eller den Kredittilsynet utpeker, jf. forslaget § 4-2 annet ledd. Hva angår Kredittilsynets muligheter til å delegere ansvaret for mottak av meldinger til andre, herunder regulert marked, vises det til omtalen i kapittel 22.

Språk

Departementet slutter seg til forslaget om at flaggemeldinger skal kunne på gis på norsk eller engelsk, jf. forslag til ny § 4-3 fjerde ledd.

17 Utsteders offentliggjøring av informasjonspliktige opplysninger

17.1 Norsk rett

Lovutvalget uttaler følgende om gjeldende rett med hensyn til utsteders offentliggjøring av informasjonspliktige opplysninger (NOU 2006:3 side 217):

«En sentral forpliktelse for børsnoterte foretak er kravet til offentliggjøring av opplysninger som er relevante for kursen på foretakets verdipapirer. I norsk rett følger dette kravet av børsloven § 5-7 første ledd første punktum. Informasjonsplikten etter børslovens § 5-7 er aktuell for utstedere av finansielle instrumenter som er tatt opp eller søkes tatt opp til notering. Børsloven § 5-7 gjelder tilsvarende for autoriserte markedsplasser, jf. § 6-8.

Etter børsloven § 5-7 første ledd annet punktum skal informasjonspliktige opplysninger sendes til den børs der de finansielle instrumentene er eller søkes notert, med mindre Kredittilsynet bestemmer noe annet. Utgangspunktet etter norsk rett er derved at offentliggjøring skal skje gjennom børsens informasjonssystem. Nærmere regler om offentliggjøring følger av børsforskriften kapittel 23, jf. pkt. 16.2.1.

Norsk rett har ingen særskilte regler om lagring av informasjonspliktige opplysninger».

Om børsforskriftens regler om offentliggjøring uttaler utvalget (NOU 2006:3 side 217):

«Nærmere regler til utfylling av børsloven § 5-7 første ledd følger av børsforskriften kapittel 5, 6 og 10. Som hovedregel skal informasjonspliktige opplysninger offentliggjøres i medhold av § 23-2. Etter denne bestemmelsens første ledd anses offentliggjøring å ha funnet sted når opplysningene er mottatt av børsen og børsmelding har blitt distribuert i børsens informasjonssystem. Det kan besluttes at offentliggjøring skal finne sted på annen måte, jf. § 23-2 annet ledd.

I forskriften § 23-3 er det gitt egne regler for offentliggjøring utenom børsens åpningstid. Utgangspunktet her er at offentliggjøring skal skje på en betryggende måte som sikrer at informasjonen blir samtidig og alminnelig tilgjengelig. I tillegg skal opplysningene være mottatt av børsen og klar for offentliggjøring

gjennom børsens informasjonssystem, innen åpningen av børsen neste dag.

Det følger av børsforskriften § 23-2 fjerde ledd at opplysninger som er fortrolige eller hemmelige av hensyn til rikets sikkerhet mv, ikke kan offentliggjøres».

Departementet har ingen merknader til utvalgets fremstilling av norsk rett.

17.2 EØS-rett

Lovutvalget beskriver direktivets regler om utsteders offentliggjøring av informasjonspliktige opplysninger (NOU 2006:3 s. 216) slik:

«Direktivet har i art. 21 bestemmelser om offentliggjøring og lagring av «regulated information». Sistnevnte begrep er definert i art. 2 nr. 1 bokstav k) og omfatter opplysninger som skal offentliggjøres etter transparency- og markedsmisbruksdirektivet, jf. omtalen i pkt. 12.1.

Art. 21 retter seg mot utstedere hvis omsettelige verdipapirer er opptatt til handel på regulert marked, samt andre personer som har søkt om slikt opptak. Hensynet bak bestemmelsen er å bedre investorers tilgang til informasjonspliktige opplysninger i EØS-området, jf. fortalens pkt. 25:

«Access for investors to information about issuers should be more organised at a Community level in order to actively promote integration of European capital markets. Investors who are not situated in the issuer's home Member State should be put on an equal footing with investors situated in the issuer's home Member State, when seeking access to such information.»

Det er som utgangspunkt hjemstaten som pålegges plikter i forbindelse med utsteders og andres offentliggjøring av opplysninger, jf. likevel pkt. 16.1.4. Hjemstaten skal i denne forbindelse sikre overholdelse av minimumsstandarder for en hurtig utbredelse av opplysninger på en ikke-diskriminerende måte.

Det skal i medhold av art. 21 nr. 4 fastsettes nærmere regler om offentliggjøring og lagring av informasjonspliktige opplysninger:

«the Commission shall adopt implementing... measures in accordance with the procedure referred to in Article 27(2). The Commission shall in particular specify:

- (a) minimum standards for the dissemination of regulated information...
- (b) minimum standards for the central storage mechanism as referred to in paragraph 2.

The Commission may also specify and update a list of media for the dissemination of information to the public.»

Utkast til bestemmelser om offentliggjøring finnes i kommisjonens arbeidsdokument ESC/34/2005 art. 13. På sikt skal det gis nærmere regler om lagring av informasjonspliktige opplysninger.

(...) Offentliggjøring

Art. 21 nr. 1 inneholder visse minimumskrav til offentliggjøringen. Den skal skje på en måte som sikrer rask tilgang til opplysningene på en ikke-diskriminerende måte, jf. første punktum. Investorer kan ikke avkreves særskilt betaling for opplysningene, jf. annet punktum. Det er i bestemmelsen stilt krav om at utsteder (og annen person som har søkt om opptak til handel) skal benytte «such media as may reasonably be relied upon» for en effektiv informasjonsspredning til allmennheten i EØS. Når det gjelder bruk av slikt «media» heter det til slutt i art. 21 nr. 1:

«The home Member State may not impose an obligation to use only media whose operators are established on its territory.»

En hjemstat kan derved ikke pålegge sine utstedere å benytte dette landets «media» til offentliggjøring. Fortalens pkt. 25 utdyper dette forholdet:

«Issuers should benefit from free competition when choosing the media or operators for disseminating information under this Directive».

Direktivets utgangspunkt er derved at utstedere skal kunne velge medium for offentliggjøring av informasjonspliktige opplysninger. Medlemsstatene er i denne forbindelse underlagt et diskrimineringsforbud for så vidt gjelder nasjonalitet. Medlemsstatene kan likevel stille krav til måten opplysningene offentliggjøres på.

(...) Lagring

Etter art. 21 nr. 1 skal utsteder og annen person som har søkt om opptak til handel, i tillegg til å sørge for effektiv offentliggjøring av informasjonspliktige opplysninger, sende opplysningene til en såkalt «officially appointed mechanism». I denne mekanismen skal «regulated information» som offentliggjøres, lagres. Nær-

mere bestemmelser om lagringsmekanismen finnes i art. 21 nr. 2. Etter denne skal medlemsstatene sørge for at det finnes minst en «officially appointed mechanism» for «the central storage» av informasjonspliktige opplysninger. Som det fremgår er det etter direktivet anledning til å utpeke flere lagringsmekanismer i hvert medlemsland. Videre i art. 21 nr. 2 er det stilt krav om sikkerheten til lagringssystemet:

«These mechanisms should comply with minimum quality standards of security, certainty as to the information source, time recording and easy access by end users and shall be aligned with the filing procedure under Article 19(1).»

Prosedyrene for lagring og innsendelse til hjemstatens kompetente myndighet, skal være «aligned» («afstemt» i den danske direktivversjonen). På sikt er det et mål at «regulated information» som lagres i ett medlemsland, skal være søkbar i hele EØS, eventuelt at alle opplysningene skal lagres i ett sentralt europeisk system, jf. fortalens pkt. 25.

«In addition, information which has been disseminated should be available in the home Member State in a centralized way allowing a European network to be built up, accessible at affordable prices for retail investors, while not leading to unnecessary duplication of filing requirements for issuers.»

(...) Vertstatsforpliktelser

Det er i utgangspunktet hjemstaten som skal sørge for at utsteder og annen person som har søkt om opptak til handel, etterlever sine forpliktelser til å offentliggjøre og lagre informasjonspliktige opplysninger. Etter art. 21 nr. 3 pålegges imidlertid en vertstat å tilse at rettmessig offentliggjøring finner sted, dersom det omsettelige verdipapiret bare er opptatt til handel i vertstaten. Rekkevidden av bestemmelsen er ikke umiddelbart klar all den tid vertstaten ikke vil motta kopi av «regulated information» som skal offentliggjøres, jf. art. 19. En vertstat kan heller ikke pålegge utstedere eller andre personer (herunder flaggpliktige investorer) å sende opplysninger til vertstatens kompetente myndighet, jf. art. 3 nr. 2».

Departementet har ingen merknader til utvalgets fremstilling av EØS-retten.

I forslag til kommisjonsdirektiv er det bestemmelser til utfylling av direktivet artikkel 21 (1).

17.3 Utvalgets forslag

Lovutvalget foreslår å gjennomføre direktivets artikkel 21 om informasjonspliktige opplysninger i

en ny vphl. § 5-12. Utvalget uttaler i den forbindelse blant annet (NOU 2006:3 s. 218):

«Direktivet art. 21 inneholder bestemmelser om offentliggjøring og lagring av «regulated information», det vil si informasjonspliktige opplysninger. Norsk rett oppfyller ikke kravene i art. 21 fullt ut. De norske bestemmelsene om offentliggjøring må da endres for å tilfredsstille de kravene som direktivet stiller. Videre må det innføres bestemmelser om lagring av opplysninger hos en sentral lagringsmekanisme.

Utvalget bemerker at gjeldende norske regulering av utstederforetaks offentliggjøring av kursrelevante opplysninger, har fungert godt i praksis. Slik art. 21 er utformet kan imidlertid børsloven § 5-7 første ledd ikke videreføres. Denne bestemmelsen foreslås derfor opphevet, jf. nedenfor. Utvalget presiserer at det enkelte regulerte markedet innenfor fellesskapsrettens rammer, vil kunne fastsette egne bestemmelser om offentliggjøring av opplysninger.

Endringer i reglene om offentliggjøring av opplysninger, nødvendiggjør justeringer i de norske tilsynsbestemmelsene. Det vises til pkt. 22.1.3.

(...) Offentliggjøring

Utvalget foreslår at art. 21 gjennomføres i en ny § 5-12 i vphl. Reglene i børsloven § 5-7 første ledd foreslås opphevet. I børsforskriften kapittel 23 om offentliggjøring må det også foretas endringer, men utvalget går ikke nærmere inn på dette ettersom denne vurderingen må tas i forbindelse med gjennomføringen av direktivets nivå-2 regler.

Etter forslaget til ny § 5-12 første ledd skal utsteder eller annen person som har søkt om opptak til handel uten utstедers samtykke, offentliggjøre informasjonspliktige opplysninger på en effektiv og ikke-diskriminerende måte. Utvalget foreslår at plikten knyttes til alle opplysninger som skal offentliggjøres etter verdipapirhandelloven, jf. «etter denne lov» i lovforslaget. Børsens monopol som informasjonsformidler vil med forslaget oppheves. Dette er i tråd med direktivet art. 21 nr. 1, jf. fortalens pkt. 25. Etter forslaget til første ledd annet punktum skal offentliggjøring skje uten kostnad for eiere og potensielle eiere (det vil si investorer kan ikke avkreves noen spesifikk betaling for opplysningene), og ved bruk medier som i «rimelig grad» kan forventes å sikre tilgang til opplysningene i hele EØS. Også dette er i samsvar med direktivet.

En utsteder (og annen person) vil etter forslaget til ny § 5-12 første ledd kunne velge det medium som finnes hensiktsmessig, forutsatt at offentliggjøringen er:

- effektiv,

- ikke-diskriminerende,
- kostnadsfri for investorer, og
- i rimelig grad sikrer tilgang i EØS.
- Det må i utgangspunktet vurderes konkret om de enkelte vilkårene er oppfylte. Med unntak av vilkåret om kostnad, vil vurderingene etter omstendighetene fremstå som skjønnsmessige. Det må ved vurderingen sees hen til hensynet med offentliggjøringsbestemmelsen, nemlig å lette investorers tilgang til opplysninger i hele EØS-området. Utvalget presiserer at det ventelig vil bli fastsatt nivå-2 regulering som vil legge nærmere føringer for hvordan offentliggjøring kan finne sted, og derved hvordan nevnte vilkår skal forstås i praksis. Utvalget foreslår i denne forbindelse en forskriftshjemmel i § 5-12 femte ledd. Under enhver omstendighet synes det klart at utstedere og andre personer, etter avtale med vedkommende regulerte marked, også i fremtiden vil ha rett til å benytte markedets informasjonssystem forutsatt at dette tilfredsstiller de nærmere vilkårene til offentliggjøring.

Utvalget foreslår at børsforskriften § 23-2 fjerde ledd om unntak for opplysninger som er fortrolige eller hemmelige av hensyn til rikets sikkerhet, videreføres i ny § 5-12 tredje ledd.

Direktivets utgangspunkt er som nevnt at hjemstaten skal sørge for at offentliggjøring finner sted. Etter art. 21 nr. 3 pålegges imidlertid vertstaten visse forpliktelser i denne forbindelse. Utvalget foreslår at art. 21 nr. 3 gjennomføres som fjerde ledd i ny § 5-12:

«Første ledd første og annet punktum, samt annet ledd gjelder for utstedere med Norge som hjem- og vertsland, jf. § 5-4. For utstedere med Norge som vertsland gjelder nevnte bestemmelser likevel bare der opptak til handel kun finner sted på norsk regulert marked. Slike utstedere skal i tillegg til å offentliggjøre opplysningene, sende disse til vedkommende lands offisielle lagringsmekanisme.»

Utstedere med Norge som vertsland som alene er opptatt til handel her, vil med dette måtte offentliggjøre sine årsrapporter mv. i samsvar med vphl. ny § 5-12 første ledd. Etter forslaget til ny § 5-4 fjerde ledd vil slike utstедeres årsrapporter mv. bli utarbeidet i samsvar med hjemstatens rett. Denne reguleringen skal i det minste tilfredsstille direktivets krav. Art. 21 nr. 3 omhandler kun offentliggjøring, ikke lagring av opplysninger, jf. lovforslaget.

(...) Lagring

Informasjonspliktige opplysninger skal, i tillegg til å offentliggjøres, lagres, jf. art. 21 nr. 1 og 2. Det er klart at Norge kan ha flere lagrings-

systemer for denne type opplysninger. Per i dag omsettes omsettelige verdipapirer kun på Oslo Børs. I fremtiden vil imidlertid aksje- og obligasjonsomsetning mv. kunne finne sted på andre regulerte markeder (i tillegg til på MHF og andre handelsplattformer).

Utvalget foreslår at vedkommende regulerte marked, det vil si det regulerte markedet der det aktuelle omsettelige verdipapirer er opptatt til handel, er lagringssystem for informasjonspliktige opplysninger. Opplysningene skal etter forslaget lagres på betryggende vis. Dette er i samsvar med direktivet, jf. art. 21 nr. 2. Nærmere regler om tilgang til lagringssystemet mv. vil kunne fastsettes i forskrift, jf. § 5-12 femte ledd.

I den grad et omsettelig verdipapir er opptatt til handel på flere regulerte markeder, vil utsteder og annen person som har søkt om opptak, måtte sende opplysningene til alle de regulerte markedene. Dersom en slik løsning viser seg å være uhensiktsmessig, for eksempel ved at ett og samme omsettelige verdipapir tas opp til handel på svært mange regulerte markeder (noe som per i dag synes lite sannsynlig), vil det kunne fastsettes nærmere regler om lagring i forskrift, jf. lovutkastet til § 5-12 femte ledd.

Etter utvalget syn er det flere fordeler med den foreslåtte løsningen. For det første vil vedkommende regulerte marked motta den informasjonen som utsteder og andre personer offentliggjør. Dette er viktig ettersom regulerte markeder spiller en sentral rolle i markedsovervåkingen mv. Regulerte markeder skal også påse at utsteder av omsettelige verdipapirer etterlever sine informasjonsforpliktelser etter fellesskapsretten, jf. MiFID art. 40 nr. 3. Videre synes den foreslåtte ordningen å innebære minst kostnader totalt sett. Børsen har i dag et system for mottak av opplysninger som antas å tilfredsstille de behov som direktivets regulering medfører. Opprettelsen av en ny ordning for innsendelse og lagring av opplysninger vil formentlig medføre større kostnader enn en tilpassning av dagens system. Dessuten vil Kredittilsynet gjennom sitt tilsyn med regulerte markeder kunne kontrollere at ordningen fungerer tilfredsstillende.

(...) Innsending av opplysninger til Kredittilsynet

Etter forslaget til ny § 5-12 annet ledd skal års- og delårsrapporter sendes Kredittilsynet elektronisk samtidig som offentliggjøring finner sted. Vilkåret om elektronisk innsending følger ikke av direktivet, men for øvrig er forslaget i samsvar med direktivet. Etter art. 19 nr. 2 kan utsteder fritas fra å sende løpende meldinger til tilsynsmyndigheten. Utvalget foreslår at denne adgangen benyttes. Videre foreslås det

at departementet i forskrift skal kunne gi nærmere regler om innsendelse av opplysninger til Kredittilsynet, jf. lovforslaget. For øvrig vises det til at forskriften om Kredittilsynets regnskapskontroll har en lignende bestemmelse i § 4. Eventuelle justeringer av denne forskriften bør vurderes i forbindelse med gjennomføringen av transparencydirektivets nivå-2 regler».

17.4 Høringsinstansenes merknader

Norges Bank «er positiv til at lovreguleringen omkring notoriteten i informasjonssystemet skjerpes ved at bestemmelser samles i den nye verdipapirhandelloven. Norges Bank støtter også avskaffingen av børsens legale monopol som informasjonsformidler».

Næringslivets Hovedorganisasjon uttaler:

«Direktivet legger opp til at utsteder skal kunne overholde informasjonsplikten selv og kunngjøre opplysningene fremfor å sende dem til børsen, og at det skal etableres et offisielt register for slik informasjon. Hensikten med bestemmelsen er slik vi har forstått det, bl.a. å legge til rette for konkurranse mellom ulike kanaler for offentliggjøring av meldepliktig regnskapsinformasjon. Vi vil anta at børsen selv gjennom sine noteringsavtaler ønsker å innhente denne type informasjon, og det vil være hensiktsmessig at Finansdepartementet og Oslo Børs har en noe nærmere dialog om hvilken måte denne reguleringen skal skje på, slik at det kan være hensiktsmessig både for utstederne, for markedsplassen og for markedet».

Finansnæringens Hovedorganisasjon/Sparebankforeningen uttaler:

«Vi registrerer og tar til etterretning at gjeldende regler om informasjonsplikt til børsen må endres for å tilpasse seg direktivets bestemmelser og EØS-forpliktelsene. Utsteder skal offentliggjøre opplysninger på en effektiv og ikke-diskriminerende måte. Opplysningene skal i tillegg sendes til vedkommende regulerte marked (Oslo Børs). Børsens «monopol» som mottaker og videreformidler av slik informasjon oppheves med dette. Etter bestemmelsens andre ledd skal opplysninger etter § 5-5 Plikt til å avlegge årsrapport samt § 5-6 Plikt til å avlegge delårsrapporter sendes til Kredittilsynet. Vi ser at direktivet legger opp til et mer omstendelig og byrdefullt system for offentliggjøring enn det eksisterende. Vi er enige med utvalget i at vedkommende regulerte marked, i dag Oslo Børs, slik som nå, bør sørge for at offentliggjorte opplysninger blir tatt vare på eller lagret.

Etter vårt syn er det viktig å legge forholdene til rette praktisk for at utsteder kan overholde sine informasjonsplikter overfor offentligheten, Oslo Børs og Kredittilsynet på en mest mulig samordnet og effektiv måte. Vi er derfor tilfreds med at det er en forskriftshjemmel for dette formålet i bestemmelsens siste ledd. Bestemmelsen åpner også for at offentliggjøring og oppbevaring kan skje på en annen måte enn angitt i bestemmelsen, jf at etter direktivet artikkel 19 nr. 2 kan utsteder fritas fra å sende løpende meldinger til tilsynsmyndigheten».

ØKOKRIM uttaler:

«Utvalget legger til grunn at dagens system med offentliggjøring gjennom børsen alene ikke kan beholdes. ØKOKRIM vil imidlertid fremheve viktigheten av rask, effektiv og helhetlig offentliggjørelse av selskapsinformasjon som forutsetning for et velfungerende verdipapirmarked. Det er essensielt at systemer for offentliggjøring av selskapsinformasjon er velfungerende. Det er ikke klart for oss hvem som skal treffe avgjørelse om hvorvidt den aktuelle offentliggjøring oppfyller vilkårene i forslaget til ny § 5-12 første ledd, selv om utvalget fremhever at Kredittilsynet vil kunne kontrollere ordningen gjennom sitt tilsyn med regulerte markeder. Etter vårt syn vil et alternativ være at for eksempel Kredittilsynet vurderer hvorvidt den enkelte informasjonskanal skal kunne brukes av utstederne. I punkt 15.3.3 foreslås at informasjonen skal lagres hos det enkelte regulerte marked. Vi legger til grunn at det markedet der instrumentet er notert, da nødvendigvis vil være én av mottakerne av selskapsinformasjonen, selv om utsteder skulle velge å benytte en annen informasjonskanal i tillegg. Vi mener en nærmere presisering av kontrollen med hvordan og gjennom hvilken kanal informasjonen offentliggjøres med fordel kan være gjenstand for en noe grundigere gjennomgang i det videre lovarbeidet. Dette er regelendringer som vil få stor praktisk betydning og som er viktige å utrede slik at det skapes best mulig forutberegnelighet og størst mulig grad av informasjonslikhet i verdipapirmarkedet».

Kredittilsynet uttaler om lagring av offentliggjort informasjon:

«Det fremgår av forslaget til ny § 5-12 første ledd at opplysninger som skal offentliggjøres etter den nye verdipapirhandelloven skal offentliggjøres på en effektiv og ikke-diskriminerende måte. Videre skal opplysningene «i tillegg sendes elektronisk til vedkommende regulerte marked som skal oppbevare disse på betryggende vis». Utvalget har ikke drøftet på

hvilket tidspunkt disse opplysningene skal sendes til lagring. Kredittilsynet forstår «i tillegg» ut fra sammenhengen i bestemmelsen som å bety at opplysningene skal sendes til lagring samtidig som de blir offentliggjort. Dette er viktig for at opplysningene skal være tilgjengelige og søkbare fra første stund og bør etter Kredittilsynets mening presiseres i ordlyden i bestemmelsen slik at den lyder:

«Opplysningene skal, samtidig som de offentliggjøres, sendes elektronisk til vedkommende regulerte marked som skal oppbevare disse på betryggende vis».

De øvrige høringsinstansene har ingen merknader til utvalgets forslag.

17.5 Departementets vurdering

Departementet deler utvalgets vurdering av at gjeldende norsk rett ikke oppfyller kravene i direktivet artikkel 21 fullt ut. Bestemmelsene om offentliggjøring av informasjon må endres for å tilfredsstille direktivets krav. Videre må det innføres bestemmelser om lagring av opplysninger hos en sentral lagringsmekanisme, da gjeldende rett ikke inneholder regler om lagring av informasjonspliktige opplysninger. Det vises til utvalgets generelle vurderinger, som departementet i hovedsak slutter seg til.

Offentliggjøring

I overensstemmelse med direktivet artikkel 21 nr. 1, foreslår departementet en bestemmelse om at utsteder eller annen person som har søkt om opptak til handel uten utsteders samtykke, skal offentliggjøre informasjonspliktige opplysninger på en effektiv og ikke-diskriminerende måte. Departementet er enig med utvalget i at plikten bør knyttes til alle opplysninger som skal offentliggjøres etter verdipapirhandelloven, jf. definisjonen av «regulated information» i direktivet artikkel 2 nr. 1 (k). I tråd med direktivet foreslås det videre at offentliggjøring skal skje uten kostnad for eiere og potensielle eiere, og at offentliggjøring skal skje ved bruk av medier som i «rimelig grad» kan forventes å sikre tilgang til opplysningene i hele EØS. Det vises til forslaget til vphl. § 5-12 nytt første ledd første og annet punktum. Departementet er enig med Kredittilsynet at det bør presiseres i ordlyden i § 5-12 første ledd at opplysningene skal sendes elektronisk til regulert marked samtidig som de offentliggjøres, jf. forslaget til § 5-12 første ledd tredje punktum. I og med at gjennomføring av utfyllende

nivå-2-regler må fastsettes i forskrift, foreslås det en hjemmel for departementet til å gi nærmere regler om offentliggjøring, se omtale av forslag til § 5-12 femte ledd nedenfor.

Endringene i regler om offentliggjøring av opplysninger nødvendiggjør justeringer i de norske tilsynsbestemmelsene, jf. omtale i kapittel 22.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om å videreføre gjeldende bestemmelse i børsforskriften § 23-2 fjerde ledd om at opplysninger som er hemmelige eller fortrolige av hensyn til rikets sikkerhet, forholdet til fremmede stater eller landets forsvar, ikke kan offentliggjøres i medhold av disse reglene.

Direktivets utgangspunkt er at hjemstaten skal påse at offentliggjøring skal finne sted. Departementet slutter seg til utvalgets forslag til ny § 5-12 fjerde ledd, som gjennomfører vertsstatens forpliktelser etter direktivet artikkel 21. nr. 3. Etter denne bestemmelsen vil vphl. ny § 5-12 første ledd første og annet punktum samt andre ledd gjelde også for utstedere med Norge som vertsstat i tilfeller der opptak til handel finner sted på norsk regulert marked. Etter § 5-12 fjerde ledd siste punktum skal slike utstedere i tillegg til å offentliggjøre opplysningene, sende disse til vedkommende lands lagringsmekanisme.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at opplysninger som nevnt i lovforslaget §§ 5-5 og 5-6 (hhv. årsrapport og halvårsrapport) skal sendes elektronisk til Kredittilsynet samtidig som offentliggjøring skjer. Det foreslås også en bestemmelse som gir departementet adgang til å fastsette nærmere regler om slik innsending. Det vises til forslag til ny § 5-12 annet ledd.

Lagring

Departementet slutter seg til utvalgets vurdering om at det er hensiktsmessig at det regulerte marked som mottar informasjonspliktige opplysninger, også er lagringssystem for disse opplysningene. Videre er departementet enig med utvalget i at den foreslåtte ordningen synes å innebære minst kostnader totalt sett, ved at Oslo Børs i dag har et system for mottak av opplysninger. Som utvalget legger departementet også vekt på at Kredittilsynet gjennom sitt tilsyn med regulerte markeder vil kunne kontrollere at ordningen fungerer tilfredsstillende.

Departementet foreslår at opplysninger som skal offentliggjøres etter § 5-12 første ledd første punktum, samtidig skal sendes elektronisk til vedkommende regulerte marked som skal oppbevare disse på betryggende vis. Det vises til forslaget til § 5-12 første ledd tredje punktum.

Det vil være behov for å fastsette nærmere regler om tilgang til lagringssystemet mv. i forskrift. Det bør også være mulig å fastsette nærmere regler om lagring i forskrift, for eksempel dersom en løsning som skissert her vil vise seg å være vanskelig å praktisere fordi det aktuelle omsettelige verdipapiret er tatt opp til handel på svært mange regulerte markeder. Det foreslås derfor en bestemmelse i § 5-12 femte ledd om at departementet i forskrift kan fastsette nærmere regler om offentliggjøring og oppbevaring av opplysninger, herunder at offentliggjøring og oppbevaring skal skje på annen måte enn angitt i § 5-12.

18 Opplysningsplikt overfor verdipapirinnnehavere

18.1 Opplysningsplikt overfor aksjeeiere

18.1.1 Norsk rett

Utvalget beskriver gjeldende rett om opplysningsplikt overfor aksjeeiere slik (NOU 2006:3 side 220-221):

«Det følger av børsforskriften § 23-8 første ledd at utstedere av finansielle instrumenter skal likebehandle innehaverne av deres finansielle instrumenter. Utsteder må ikke utsette innehaverne av de finansielle instrumentene for forskjellsbehandling som ikke er saklig begrunnet ut fra utstедers og innehavernes felles interesse.

Børsforskriften § 23-8 annet ledd fastslår at i forbindelse med omsetning eller utstedelse av finansielle instrumenter eller rettigheter til slike, må utstедers styrende organer, tillitsvalgte eller ledende ansatte ikke treffe tiltak som er egnet til å gi dem selv, visse innehavere av finansielle instrumenter eller tredjemenn en urimelig fordel på bekostning av andre innehavere eller utstedere. Det samme gjelder ved omsetning eller utstedelse av finansielle instrumenter eller rettigheter til slike innen konsern som utsteder inngår i.

Etter børsforskriften § 4-1 skal generalforsamling i børsnoterte selskap innkalles ved skriftlig henvendelse til alle aksjeeiere med kjent adresse. Innkallingen med samtlige vedlegg skal senest samtidig sendes børsen. Innkallingen til generalforsamling skal så snart som praktisk mulig etter utsendelse annonseres i minst en riksdekkende avis. Dersom forslag til forhøyelse av aksjekapitalen innebærer at aksjeeiernes fortrinnsrett fravikes, skal dette fremgå av innkallingen.

I følge asal. § 5-2 første ledd har aksjeeierne rett til å møte i generalforsamlingen, enten selv eller ved fullmakt etter eget valg. Møteretten kan ikke begrenses i vedtektene.

Asal. § 5-10 første ledd fastslår at generalforsamlingen skal innkalles ved skriftlig henvendelse til alle aksjeeiere med kjent adresse. Innkallingen skal angi tid og sted for møtet.

Etter asal. § 5-10 annet ledd skal innkalling til generalforsamlingen være sendt senest en uke før møtet skal holdes, om ikke vedtektene

setter en lengre frist. En slik vedtektsbestemmelse gjelder ikke ved innkalling som foretas på bakgrunn av krav etter § 5-6 annet ledd.

Asal. § 5-10 tredje ledd fastslår at innkallingen bestemt skal angi de saker som skal behandles på generalforsamlingen. Forslag om å endre vedtektene skal gjengis i innkallingen. Styret skal utarbeide forslag til dagsorden i samsvar med det som er bestemt i loven og vedtektene.

Det følger av asal. § 18-5 første ledd at dersom annet ikke følger av loven, kan selskapet bruke elektronisk kommunikasjon når det skal gi meldinger, varsler, informasjon, dokumenter, underretninger og liknende til en aksjeeier».

Departementet har ingen merknader til utvalgets fremstilling av gjeldende rett.

18.1.2 EØS-rett

Utvalget beskriver direktivets artikkel 17 om utstедers opplysningsplikt og kommunikasjon overfor aksjonærer slik (NOU 2006:3 side 220):

«Art. 17 regulerer utstедers opplysningsplikt overfor og kommunikasjon med, aksjonærer. Bestemmelsen gjelder for utsteder hvis omsettelige verdipapirer er opptatt til handel på et regulert marked. Etter nr. 1 skal utsteder likebehandle alle aksjonærer som befinner seg i samme stilling. I følge nr. 2 skal utsteder sørge for at alle nødvendige fasiliteter som er nødvendig for at aksjonærene kan utøve sine rettigheter, er tilgjengelig i hjemstaten. Videre skal foretaket sikre «the integrity of data». Aksjonærene må ikke forhindres fra å utøve sine rettigheter gjennom fullmektig i henhold til registreringslandets regler.

Art. 17 nr. 2 bokstav a) - d) fremhever enkelte nærmere spesifiserte opplysninger og fasiliteter som utsteder skal formidle/stille til rådighet for til sine aksjonærer:

1. opplysninger om sted, tid og dagsorden for møter, det totale antall aksjer og stemmerettigheter, og aksjonærenes rett til å delta på generalforsamlingen,
2. gjøre tilgjengelig et fullmaktskjema, i papirform, eller hvis aktuelt ved elektronisk midde, til enhver person som har rett til å

stemme på generalforsamling, sammen med innkallelsen til generalforsamlingen, eller ved forespørsel etter kunngjøring av generalforsamlingen («or on request after an announcement of the meeting»),

3. utnevne som representant en finansinstitusjon («financial institution»), som aksjonærene kan utøve sine finansielle rettigheter gjennom, og
4. offentliggjøre opplysninger eller utsende melding om fordeling og utbetaling av utbytte og utstedelse av nye aksjer, inkludert eventuelle ordninger for tildeling, tegning, annullering og konvertering.

Art. 17 nr. 3 fastslår at hjemstaten skal gi utsteder mulighet til å formidle opplysninger til sine aksjonærer gjennom elektroniske midler, betinget av at slik beslutning har blitt truffet på generalforsamling og oppfyller følgende vilkår:

- a) anvendelse av elektroniske midler til formidling skal under ingen omstendigheter avhenge av aksjonærens hjemsted eller bopel, eller i tilfeller som omhandlet i art. 10 de aktuelle fysiske eller juridiske personers hjemsted eller bopel,
- b) det er sørget for identifikasjonsordninger, slik at den som er berettiget til å stemme eller styre utøvelsen av stemmerett, blir informert,
- c) bruk av elektroniske midler for overføring av informasjon skal være gjenstand for individuelt samtykke fra aksjonærene det gjelder, eller i tilfellene referert i art. 10 bokstav a) – e) de aktuelle personer. Vedkommende skal kontaktes skriftlig for å innhente slikt samtykke, og hvis vedkommende ikke protesterer innen rimelig tid anses samtykke for å være gitt. Selv om samtykke er gitt beholdes retten til å kreve på ethvert tidspunkt i fremtiden, at informasjon skal gis skriftlig, og
- d) en eventuell fordeling av utgifter til oversendelse av opplysninger gjennom elektroniske midler, skal avgjøres av utsteder i overensstemmelse med prinsippet om likebehandling i første ledd.

Kommisjonen kan utforme nærmere regler til utfylling av art. 17, jf. nr. 4. Det er ikke inntatt forslag til slike i arbeidsdokument ESC/34/2005».

Departementet bemerker at Kommisjonen etter direktivet artikkel 17 «*shall adopt...implementing measures*», og «*in particular, specify the types of financial institution through which a shareholder may exercise the financial rights...*». For øvrig har departementet ingen merknader til utvalgets beskrivelse av direktivet.

18.1.3 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår å gjennomføre direktivets artikkel 17 i en ny bestemmelse i vphl. § 5-9. Utvalget uttaler i den sammenheng (NOU 2006:3 side 221):

«Norsk rett oppfyller allerede en rekke av de krav som følger av direktivet art. 17. Det er likevel ikke fullt ut samsvar mellom gjeldende regler og direktivet. Utvalget foreslår på denne bakgrunn en ny § 5-9 i vphl. om informasjon til aksjonærer. Bestemmelsen vil fastsette særkrav til utsteder hvis aksjer er oppatt til handel på et regulert marked. Etter forslaget til § 5-4 første ledd vil bestemmelsen kun gjelde for foretak med Norge som hjemstat. Dette er i tråd med direktivet.

Etter forslaget til ny § 5-9 første ledd skal aksjeutsteder sørge for at fasiliteter og opplysninger nødvendige for at aksjonærer skal kunne utøve sine rettigheter, er tilgjengelig i Norge. Videre skal utsteder sørge for at opplysninger om aksjonærers rettigheter behandles på betryggende vis. Forslaget gjennomfører art. 17 nr. 2 første ledd. Det kan reises spørsmål om bestemmelsen stiller krav om at generalforsamling skal holdes i Norge. Utvalget legger til grunn at dette må besvares benektende ettersom også utsteder fra andre land vil kunne ha Norge som hjemstat. Krav om at generalforsamling skal holdes i Norge eller annet land, vil imidlertid kunne følge av selskapsrettslige regler.

I følge ny § 5-9 annet ledd skal aksjeutsteder i innkallingen til generalforsamling oppgi antall aksjer og stemmerettigheter. Kravet vil komme i tillegg til de alminnelige kravene i allmennaksjelovent. Er utsteder fra et annet land enn Norge vil dette landets selskapsrettslige innkallingsregler supplere § 5-9. Det vises til art. 17 nr. 2 bokstav a).

Tredje ledd i ny § 5-9 fastslår at aksjeutsteder skal vedlegge en fullmakt i innkallingen til generalforsamling. Forslaget til ny § 5-9 fjerde ledd første punktum fastslår at aksjeutsteder skal utpeke:

«foretak med tillatelse etter finansieringsvirksomhetsloven, verdipapirforetak eller finansinstitusjon som sin representant.»

Direktivet benytter her «financial institution», men all den tid dette ikke er et definert juridisk begrep etter norsk rett, anses det hensiktsmessig å presisere at dette kan være foretak med tillatelse etter norsk lov eller annen «finansinstitusjon». Det må vurderes konkret hvilke institusjoner som oppfyller lovens vilkår. Aksjonærer skal etter tredje ledd annet punktum ha rett til å utøve sine rettigheter gjennom representanten.

Etter art. 17 nr. 2 bokstav d) skal aksjonærer gis opplysninger om utbytte, aksjekapitalutvidelser mv. Utvalget foreslår at bestemmelsen gjennomføres som ny § 5-9 femte ledd. Rekkevidden av direktivbestemmelsen er ikke umiddelbart klar, men utvalget forstår kravet slik at utsteder må gi en særskilt orientering om de nevnte forhold. Etter art. 17 nr. 2 bokstav d) skal utsteder i denne forbindelse «publish notices or distribute circulars». Gitt den generelle formuleringen legger utvalget til grunn at utsteder har stor grad av frihet med hensyn til hvordan opplysningene formidles til aksjonærene, forutsatt at informasjonen tilkjennegis på en tydelig og presis måte.

Utvalget antar at asal. § 18-5 første ledd oppfyller vilkårene i art. 17 nr. 3 om elektronisk kommunikasjon. Ettersom Norge vil kunne være hjemstat for utenlandske foretak, antas det at tilsvarende regler som asal. § 18-5 første ledd bør fastsettes også for aksjeutstedere. Utvalget foreslår at dette gjøres ved en henvisning til § 5-10 i § 5-9 sjette ledd.

For øvrig foreslår utvalget at dagens likebehandlingsbestemmelse i børsforskriften § 23-8, videreføres som ny § 5-14. Bestemmelsen gjelder generelt for utstedere av finansielle instrumenter, og går således lenger enn art. 17 nr. 1 (og 18 nr. 1). Det vises til lovutkastet.

Det er i § 5-9 syvende ledd foreslått en hjemmel for nærmere forskriftsregler om informasjon til aksjonærer».

18.1.4 Høringsinstansenes merknader

Finansnæringens Hovedorganisasjon/Sparebankforeningen uttaler at de antar at informasjonsforpliktelsene overfor aksjonærer allerede er nedfelt i norsk aksje- og børslovgivning, men at «det likevel av hensyn til direktivet er nødvendig å gjennomføre dem på den foreslåtte måten».

Norges Fondsmeglerforbund stiller seg positiv til forslaget i § 5-9 (4) om å innføre en tillitsmannsrolle for aksjer. Forbundet mener «det bør vurderes hvorvidt rollen bør legges til aksjeselskapets kontofører utsteder (KU) i VPS for å unngå for mange ulike roller i markedet. Ved å gi KU et selvstendig ansvar ovenfor aksjonærene kan man også forbedre kvaliteten på informasjon om formalia rundt en aksje».

Norges Bank uttaler at «den foreslåtte nye § 5-9 (og tilsvarende bestemmelser i samtlige EØS-lands verdipapirlovgivning) vil bedre muligheten for eierstyring. Norges Bank mener det reelle innholdet i direktivbestemmelsen må hilses velkommen, og det virker ryddig med samme type bestemmelser til aksjonærer og

långivere, og at bestemmelsene er plassert i verdipapirhandeloven».

Justisdepartementet viser til at enkelte av bestemmelsene i § 5-9 etter sitt innhold er av selskapsrettslig art, og at det lovstrukturelt er lite hensiktsmessig med en plassering av slike selskapsrettslige regler i verdipapirhandeloven når øvrig regulering av tilsvarende problemstillinger er plassert i aksjelovgivningen. På den annen side har forslaget til § 5-9 dels et videre og dels et snevrere virkeområde enn allmennaksjelovens virkeområde. Justisdepartementet anser det derfor som utilstrekkelig i forhold til direktivet at bestemmelsene tas inn som alminnelige krav etter allmennaksjeloven.

Justisdepartementet viser videre til at forslaget til § 5-9 har en side mot regler i et forslag til EU-direktiv om aksjeeieres utøvelse av stemmerett i visse selskaper. I forbindelse med gjennomføring av dette direktivet ønsker Justisdepartementet å se nærmere på forholdet mellom allmennaksjeloven og de foreslåtte reglene i verdipapirhandeloven. Som en midlertidig løsning foreslår Justisdepartementet at det vurderes om det i allmennaksjeloven § 5-10 bør tas inn et nytt fjerde ledd med en henvisning til de foreslåtte reglene i verdipapirhandeloven om krav til innkalling til generalforsamling.

Norsk Tillitsmann (NTM) viser til at det i forslaget til vphl. ny § 5-9 (4) og 5-10 (4) foreslås at henholdsvis aksjeutsteder og låntager skal utpeke foretak med tillatelse etter finansieringsvirksomhetsloven, verdipapirforetak eller finansinstitusjon som sin representant. NTM mener at kretsen av foretak som kan utpekes til representant etter forslaget til § 5-9 (4) og 5-10 (4) er for snever, siden begrepet «financial institution» i rapporteringsdirektivet må omfatte flere institusjoner enn de som er nevnt i utvalgets forslag. NTM legger til grunn at en aktør som NTM ikke omfattes av forslaget til 5-10 (4), og at dette vil innebære at dagens norske system må endres. NTM uttaler:

«Vi legger til grunn at hensikten med direktivets bestemmelse er at det må stilles visse krav til den som skal utføre de omtalte oppgaver. Det kan neppe ha vært meningen å avgrense dette slik at de etablerte tillitsmenn i obligasjonsmarkedet faller utenom... De oppgavene som direktivet og lovutkastet omhandler er godt ivaretatt i det norske markedet gjennom NTM, som ble opprettet og hovedsakelig eid av institusjoner som følger av lovutkastet... Formålet med de nye reglene er å styrke investorbeskyttelsen, og vi antar at hensikten er at utsteder i det minste skal oppnevne en «fiscal agent». Dette kan ikke være til hinder for at man velger noe mer

– altså en tillitsmann (slik NTM fungerer i det norske markedet i dag), selv om denne ikke faller inn under lovutkastets oppregning.»

NTM foreslår at forslaget til § 5-10 (4) utvides til også å omfatte «anerkjent tillitsmann», alternativt «annet foretak godkjent av departementet». NTM ber også at det vurderes om samme ordlyd bør innføres i lovutkastet § 5-9 (4).

18.1.5 Departementets vurdering

Departementet er enig med utvalget i at norsk rett oppfyller en rekke av de krav som følger av direktivet artikkel 17, men at det ikke er fullt samsvar mellom norsk rett og direktivet. Departementet slutter seg derfor til utvalgets forslag om en bestemmelse i vphl. § 5-9 om informasjon til aksjeeiere. I tråd med forslaget til ny § 5-4, vil bestemmelsen gjelde for utstedere med Norge som hjemstat hvis omsettelige verdipapirer er opptatt til handel på regulert marked.

Departementet foreslår at direktivet artikkel 17 nr. 2 første ledd gjennomføres ved ny § 5-9 første ledd, hvor det stilles krav om at aksjeutsteder skal sørge for at fasiliteter og opplysninger som er nødvendige for at aksjonærer skal kunne utøve sine rettigheter, er tilgjengelig i Norge. I likhet med utvalget legger departementet til grunn at bestemmelsen ikke stiller krav om at generalforsamlingen skal avholdes i Norge, ettersom også utstedere fra andre land kan ha Norge som hjemstat, jf. forslag til § 5-5.

Det foreslås i § 5-9 annet ledd at aksjeutsteder i innkalling til generalforsamling skal oppgi antall aksjer og stemmerettigheter, samt gi opplysninger om rettighetene til aksjeeierne. Etter forslaget til tredje ledd skal aksjeutsteder i innkallingen vedlegge en fullmakt til å stemme.

Som Justisdepartementet har påpekt i høringsuttalelsen, kan det anføres at disse reglene er av selskapsrettslig art. Departementet deler Justisdepartementets vurdering av at det vil være hensiktsmessig med om en henvisning fra allmennaksjeloven til vphl. § 5-9 annet og tredje ledd for selskaper som omfattes av vphl. § 5-4. Det foreslås at en slik bestemmelse tas inn i allmennaksjeloven § 5-10 fjerde ledd. Den nærmere plassering av regler i vphl. § 5-9 kan eventuelt vurderes nærmere i tilknytning til gjennomføringen av direktivet om aksjeeiers utøvelse av stemmerett, jf. Justisdepartementets høringsuttalelse.

Det foreslås en bestemmelse i § 5-9 fjerde ledd om at departementet i forskrift kan gi nærmere regler om aksjeutstедers plikt til å utpeke foretak, som skal kunne utøve økonomiske rettigheter på

vegne av aksjeeierne. Utvalget hadde foreslått at en slik forpliktelse skulle fremgå direkte av loven. Etter departementets vurdering er det imidlertid noe uklart hva en slik forpliktelse egentlig vil innebære og hvilken rolle en slik representant for aksjeeierne skal ha i det norske verdipapirmarkedet. Dette er forhold som vil kunne vurderes nærmere i forbindelse med fastsettelse av forskrift. Utvalget har foreslått at foretak med tillatelse etter finansieringsvirksomhetsloven, samt verdipapirforetak, skal kunne utpekes som slike «representanter», i tillegg til finansinstitusjoner. Som utvalget påpeker, er ikke begrepet «financial institution» definert i direktivet. Som Norsk Tillitsmann viser til, er begrepet «financial institution» i andre EU-direktiver definert såpass vidt at også foretak som utfører tillitsmannstjenester i obligasjonsmarkedet kan omfattes. Departementet mener derfor at det vil være grunn til å vurdere dette spørsmålet nærmere. Som nevnt ovenfor er EU-kommisjonen gitt myndighet til å fastsette nærmere bestemmelser om hvilke typer foretak som kan utøve funksjonen. Slike bestemmelser er foreløpig ikke gitt. Det nærmere innholdet i direktivbestemmelsen er dermed ikke klart. På denne bakgrunn mener departementet at det er hensiktsmessig at nærmere regler om adgangen til å oppnevne en representant for aksjeeiere og låntagere, kan fastsettes av departementet i forskrift. Det vises til forslag til bestemmelser i ny verdipapirhandellov §§ 5-9 fjerde ledd og 5-10 fjerde ledd.

Etter forslaget til § 5-9 femte ledd skal aksjeutsteder offentliggjøre opplysninger om tildeling og utbetaling av utbytte, samt om utstedelse av nye aksjer, herunder eventuelle ordninger for tildeling, tegning, annullering og konvertering. Bestemmelsen gjennomfører direktivet artikkel 17 artikkel 2 bokstav d).

I likhet med utvalget antar departementet at allmennaksjeloven § 18-5 første ledd om elektronisk kommunikasjon er i samsvar med kravene i direktivet artikkel 17 nr. 3. Tilsvarende regler bør imidlertid fastsettes i vphl. § 5-9 sjette ledd, da Norge vil kunne være hjemstat for utenlandske foretak som ikke reguleres av den norske aksjelovgivningen. Departementet er videre enig med Justisdepartementet i at forholdet mellom bestemmelsene om kommunikasjon i § 5-9 sjette ledd og § 5-10 sjette ledd bør endres slik at det materielle innholdet om elektronisk kommunikasjon fremgår av § 5-9 sjette ledd, og at det henvises fra § 5-10 sjette ledd. Departementet foreslår at det i § 5-9 sjette ledd tas inn en bestemmelse som uttrykkelig regulerer aksjeutstедers kommunikasjon med aksjeeier. Det vises til forslaget til ny § 5-9 sjette ledd.

Det foreslås en bestemmelse som gir departementet adgang til å gi nærmere regler i forskrift om informasjon til aksjonærer i § 5-9 syvende ledd.

18.2 Opplysningsplikt overfor innehavere av gjeldsinstrumenter

18.2.1 Norsk rett

Utvælget beskriver gjeldende rett om utsteders opplysningsplikt overfor innehavere av gjeldsinstrumenter slik (NOU 2006: 3 side 222):

«Norsk verdipapirretts regulering av forholdet mellom låntager (utsteder) og långiverne (investorene) er mindre detaljert enn direktivet art. 18. Børsforskriften inneholder enkelte regler som har sitt motstykke i (eller likhetstrekk med) direktivbestemmelsen. Etter børsforskriften § 8-5 skal det for lån med lengre løpetid enn 12 måneder, som utgangspunkt oppnevnes en tillitsmann. Videre har forskriftens § 10-7 regler om långivermøte. Bestemmelsen legger få føringer på innkallingen mv. utover at børsen skal gis kopi av relevante dokumenter. Det finnes i norsk rett ikke regler om elektronisk kommunikasjon med långivere. Børsforskriften § 23-8 om likebehandling er behandlet under pkt. 17.1.2 ovenfor. I børsforskriften kapittel 4 er det gitt regler om generalforsamling i børsnoterte selskap. Det er i kapittel 4 ingen bestemmelse som tilsvarer art. 19 nr. 1 annet ledd.»

Departementet har ingen merknader til utvalgets fremstilling av gjeldende rett.

18.2.2 EØS-rett

Utvælget gjør nærmere rede for direktivets artikkel 18 (NOU 2006: 3 side 222):

«Art. 18 regulerer utsteders opplysningsplikt overfor innehavere av gjeldsinstrumenter («debt securities»).

Art. 18 nr. 1 fastslår at utsteder skal sikre likebehandling av alle innehavere av gjeldsinstrumenter fra samme utstedelse («ranking pari passu»), med hensyn til alle rettigheter tilknyttet gjeldsinstrumentene.

Art. 18 nr. 2 fastslår at utsteder skal sørge for at alle nødvendige fasiliteter og informasjon som er nødvendig for at innehaverne av gjeldsinstrumentene kan utøve sine rettigheter, er tilgjengelig i hjemstaten. Videre skal foretaket sikre «the integrity of data». Innehavere av gjeldsinstrumenter må ikke forhindres fra å utøve sine rettigheter gjennom fullmektig i henhold til registreringslandets rett.

Art. 18 nr. 2 bokstav a) – c) fremhever enkelte nærmere spesifiserte opplysninger og fasiliteter som utsteder skal formidle til innehavere av gjeldsinstrumenter:

- a) offentliggjøre opplysninger eller utsende melding om tid, sted og dagsorden for forsamlinger av innehavere av gjeldsinstrumenter, utbetaling av renter, utøvelse av eventuelle konverterings-, ombytnings-, tegnings- og annulleringsrettigheter, samt om innløsning, og innehavernes rett til å delta,
- b) gjøre tilgjengelig et fullmaktskjema, i papirform, eller hvis aktuelt ved elektronisk middel, til enhver person som har rett til å stemme på forsamling, sammen med innkallingen til møtet, eller, på anmodning, etter innkallingen,
- c) utnevne som representant en finansinstitusjon («financial institution»), som innehaverne av gjeldsinstrumenter kan utøve sine finansielle rettigheter gjennom.

Art. 18 nr. 3 fastslår at såfremt det er tale om innehavere av gjeldsinstrumenter med en pålydende verdi pr. enhet på minst 50.000 euro, eller gjeldsinstrumenter angitt i annen valuta men pålydende beløp minst tilsvarende 50.000 euro, som skal innkalles til møte, kan utsteder velge hvilken som helst medlemsstat til dette formål, forutsatt at alle fasiliteter og nødvendige opplysninger for at innehaverne kan utøve sine rettigheter, gjøres tilgjengelig i denne medlemsstat.

Art. 18 nr. 4 fastslår at hjemstaten - eller i tilfeller som nevnt i art. 18 nr. 3, den medlemsstat utstederen har valgt - skal gi utsteder mulighet til å formidle opplysninger til innehavere av gjeldsinstrumenter gjennom elektroniske midler, betinget av at slik beslutning har blitt truffet på generalforsamling og oppfyller følgende betingelser:

- a) anvendelse av elektroniske midler til formidling skal under ingen omstendigheter avhenge av hjemsted eller bopel til innehaveren eller fullmektigen som representerer ham,
- b) det er sørget for identifikasjonsordninger, så det sikres at innehaveren eller fullmektigen som representerer ham, faktisk blir informert,
- c) bruk av elektroniske midler for overføring av informasjon skal være gjenstand for individuelt samtykke fra den enkelte innehaver. Vedkommende skal kontaktes skriftlig for å innhente slikt samtykke, og hvis vedkommende ikke protesterer innen rimelig tid anses samtykke for å være gitt. Selv om

samtykke er gitt beholdes retten til å kreve på ethvert tidspunkt i fremtiden at informasjon skal gis skriftlig, og

- d) en eventuell fordeling av utgifter til oversendelse av opplysninger gjennom elektroniske midler, skal avgjøres av utsteder i overensstemmelse med prinsippet om likebehandling i art. 18 nr. 1.

Art. 18 nr. 5 fastslår at kommisjonen kan utarbeide nærmere regler. Det er ikke inntatt forslag til slike i arbeidsdokument ESC/34/2005.»

Departementet bemerker at Kommisjonen etter direktivet artikkel 18 nr. 5 «shall...adopt implementing measures», og «in particular, specify the types of financial institution through which a debt security holder may exercise the financial rights...». For øvrig har departementet ingen merknader til utvalgets beskrivelse av direktivet artikkel 18.

18.2.3 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår å gjennomføre direktivets artikkel 18 i ny bestemmelse i vphl. § 5-10, og uttaler i den forbindelse blant annet følgende (NOU 2006: 3 side 223):

«Direktivet art. 18 må gjennomføres i norsk rett. Utvalget foreslår i denne forbindelse en ny § 5-10 i vphl. om informasjon til långivere mv. Bestemmelsen har vesentlige likhetstrekk med forslaget til ny § 5-9, jf. fremstillingen i pkt. 17.1.3.

Etter forslaget til femte ledd kan långivermøte på visse vilkår holdes i en annen EØS-stat enn Norge:

«Långivermøtet kan holdes i en annen EØS-stat enn Norge såfremt pålydende pr. obligasjon er minst 50.000 euro eller tilsvarende beløp i annen valuta på utstedelsestidspunktet og alle fasiliteter og all informasjon som er nødvendig for at långiverne kan utøve sine rettigheter, er stilt til rådighet i den aktuelle EØS-staten.»

Bestemmelsen gir aktuelle utstedere anledning til å velge blant EØS-statene når långivermøte skal avholdes. Bakgrunnen for adgangen må antas å være at investorene i slike gjeldsinstrumenter er profesjonelle, jf. beløpsgrensen.

Allmennaksjelovens regler om bruk av elektronisk kommunikasjon gjelder ikke for låntagere. Utvalget foreslår på denne bakgrunn at art. 18 nr. 4 gjennomføres i ny § 5-10 sjette ledd:

«Låntager kan bruke elektronisk kommunikasjon når meldinger, varsler, informasjon, dokumenter, underretninger og liknede skal gis til

en långiver, dersom långiver uttrykkelig har godtatt dette. Når en låntager skal gi meldinger mv. til långiver, kan han eller hun gjøre dette ved bruk av elektronisk kommunikasjon til den e-postadresse eller på den måten långiver har angitt for dette formålet.»

Bestemmelsen er lik asal. § 18-5 som oppfyller direktivbestemmelsen. Kravet om «uttrykkelig» samtykke følger ikke av direktivet, men hensynet til investorbeskyttelse tilsier etter utvalgets vurdering et slikt vilkår. Ettersom Norge her er hjemstat har en anledning til å fastsette en strengere bestemmelse enn art. 17 nr. 4. Utvalget ser det som hensiktsmessig at aksjeutstedere og låntagere underlegges de samme reglene om bruk av elektronisk kommunikasjon.»

18.2.4 Høringsinstansenes merknader

I forhold til lovutkastet § 5-10 femte ledd legger *Norsk Tillitsmann* til grunn at hovedregelen om avholdelse av obligasjonseiermøte er at møter for obligasjonslån utstedt i Norge skal avholdes i Norge.

Justisdepartementet viser til at forslaget til § 5-10 sjette ledd første punktum om elektronisk kommunikasjon med långivere er utformet etter mønster av aksjeloven § 18-5 første ledd og allmennaksjeloven § 18-5 første ledd. Justisdepartementet har i Ot.prp. nr. 55 (2005-2006) om lov om endringer i aksjelovgivningen mv. lagt til grunn at spørsmål om endring av aksjeloven § 18-5 og allmennaksjeloven § 18-5 vil bli vurdert i forbindelse med oppfølging av utredningen.

Videre mener Justisdepartementet at forholdet mellom forslaget til § 5-9 sjette ledd og § 5-10 sjette ledd bør endres slik at det materielle innholdet fremgår av § 5-9 sjette ledd og at det henvises til denne bestemmelsen i § 5-10 sjette ledd.

Ingen av de øvrige høringsinstansene har merknader til utvalgets forslag.

18.2.5 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets vurdering om at norsk rett må endres for å sikre full overensstemmelse med direktivet artikkel 18. Bestemmelsen om informasjon til långivere vil langt på vei utformes likt med den tilsvarende bestemmelsen om informasjon til aksjeeiere mv. i lovforslaget § 5-9.

Det foreslås bestemmelser i vphl. ny § 5-10 første, tredje og fjerde ledd som er utformet på samme måte som de tilsvarende bestemmelsene i § 5-9. Det foreslås en tilsvarende endring i § 5-10

fjerde ledd som i § 5-9 fjerde ledd, jf. omtalen av forslaget ovenfor. Departementet slutter seg til utvalgets forslag til § 5-10 annet ledd om at långiver i innkallingen til långivermøte skal innta opplysninger om sted, tid, agenda, långivers rett til deltaelse på møtet, utbetaling av rente, utøvelsen av eventuelle konverterings-, bytte-, tegnings- eller annulleringsrettigheter, samt om tilbakebetaling av lånet. Forslaget til bestemmelse må antas å gjennomføre direktivet artikkel 18 nr. 2 bokstav a).

Det foreslås en bestemmelse i § 5-10 femte ledd om at långivermøtet kan holdes i en annen EØS-stat enn Norge dersom pålydende pr. obligasjon er minst 50 000 euro eller tilsvarende beløp i annen valuta på utstedelsestidspunktet og alle fasiliteter og all informasjon som er nødvendig for at långiverne kan utøve sine rettigheter, er stilt til rådighet

i den aktuelle EØS-staten. Bestemmelsen antas å gjennomføre direktivet artikkel 18 nr. 3.

I likhet med utvalget legger departementet til grunn at allmennaksjelovens bestemmelser om bruk av elektronisk kommunikasjon ikke gjelder for låntagere, det er dermed nødvendig å gjennomføre direktivet artikkel 18 nr. 4 i norsk rett. Som omtalt under pkt. 17.1.5, slutter departementet seg til Justisdepartementets forslag om at bestemmelsene om elektronisk kommunikasjon i § 5-9 sjette ledd og 5-10 sjette ledd bør utformes slik at det i 5-10 sjette ledd henvises til § 5-9 sjette ledd. Departementet foreslår en slik bestemmelse i forslag til § 5-10 sjette ledd.

Det foreslås en hjemmel for nærmere regler i forskrift om informasjon til långivere i § 5-10 syvende ledd.

19 Opplysninger om endringer i aksjekapital, rettigheter, lån og vedtekter

19.1 Norsk rett

Utvalget uttaler følgende om gjeldende rett (NOU 2006: 3 side 224):

«Børsforskriften har i §§ 5-1 flg. og 10-2 flg. regler om løpende offentliggjøring av kursrelevante forhold. Det vises til gjennomgangen under pkt. 14.1.2 og 14.2.2. Børsforskriften har videre bestemmelser i § 10-5 om rapportering av status for åpne lån. Etter bestemmelsen skal børsen gis statusrapport for åpne lån, herunder endringer i låntagers egen beholdning».

Departementet har ingen merknader til utvalgets fremstilling av gjeldende rett.

19.2 EØS-rett

Utvalget beskriver EØS-retten på dette punktet slik (NOU 2006: 3 side 224):

«Etter art. 15 skal utsteder ved utgangen av hver kalendermåned hvor det har funnet sted endring av stemmene eller aksjekapitalen, offentliggjøre det totale antallet stemmer og størrelsen på aksjekapitalen. Offentliggjøringen skal gjøre aksjonærer og andre flaggepliktige i stand til å beregne hvorvidt de har passert en flaggegrense i art. 9.

Art. 16 pålegger utstedere å offentliggjøre opplysninger om enkelte forhold som ikke dekkes av direktivet for øvrig. Etter art. 16. nr. 1 skal en utsteder av aksjer opptatt til handel på et regulert marked uten opphold offentliggjøre opplysninger om endringer i rettighetene tilknyttet de ulike aksjeklasser, herunder endringer i rettigheter til avledete instrumenter («derivative securities») utstedt av utstederselskapet selv, og som gir rett til («access to») utsteders aksjer.

Etter art. 16. nr. 2 skal utsteder av andre verdipapirer enn aksjer som er opptatt til notering på et regulert marked uten opphold offentliggjøre enhver forandring i verdipapirinnehavernes rettigheter, inkludert forandringer i vilkår og betingelser («terms and conditions») tilknyttet disse verdipapirene som indirekte kan

få betydning for verdipapirinnehavernes rettigheter, og i særdeleshet forandringer som vil kunne medføre endringer i låne- eller rentebetingelser («resulting in particular from a change in loan terms or in interest rates»).

Etter art. 16. nr. 3 skal utsteder av verdipapirer som er opptatt til handel på et regulert marked uten opphold offentliggjøre opplysninger om nye låneforhold, og i særdeleshet enhver garanti eller sikkerhetsstillelse i den sammenheng. Art. 16 nr. 3 annet punktum fastslår at bestemmelsen, (without prejudice to Directive 2003/6/EF), ikke skal komme til anvendelse på et offentlig internasjonalt organ som minst en medlemsstat er medlem av.

Etter art. 19 nr. 1 annet ledd skal en utsteder som har til hensikt å endre sine vedtekter, sende et utkast til nye vedtekter til den kompetente myndigheten i hjemstaten og vedkomende regulerte marked(er) der opptak til handel finner sted. Innsendelse skal skje «without delay» og seneste samme dag som innkalling til generalforsamling finner sted.»

Departementet har ingen merknader til utvalgets fremstilling av EØS-reglene.

19.3 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår å gjennomføre direktivet artikkel 15 og 16 i en ny bestemmelse i vphl. § 5-8, og uttaler blant annet følgende (NOU 2006: 3 side 224-225):

«Norsk rett savner eksplisitt regulering som tilsvarende art. 16. I den grad forholdene som nevnt er kursrelevante, vil offentliggjøring skje etter bestemmelsene om løpende informasjonsplikt.

Utvalget foreslår at art. 16 gjennomføres som en ny § 5-8 om endringer i aksjekapitalen, rettigheter, lån og vedtekter. Bestemmelsen vil kun gjelde for utstedere med Norge som hjemstat. Dette er i tråd med direktivet ettersom alle «EØS-utstedere» vil ha en hjemstat, og samtlige EØS-stater vil være forpliktet til å gjennomføre art. 16.

Etter ny § 5-8 første ledd skal aksjeutsteder straks offentliggjøre endringer i rettigheter til

aksjene. I tillegg skal utsteder offentliggjøre endringer i «tilknyttede finansielle instrumenter» utstedt av selskapet. Utvalget antar at det er hensiktsmessig å utelate «and giving access to the shares». Opplysningsplikten vil derved gjelde generelt for derivater utstedt av selskapet.

Ifølge forslaget til annet ledd i ny § 5-8 skal aksjeutsteder senest ved utgangen av hver måned det finner sted en aksjekapital- eller stemmerettsendring offentliggjøre en oversikt over aksjekapitalen og antall stemmer. Bestemmelsen gjennomfører art. 15.

Etter forslaget til tredje ledd skal andre utstedere (av omsettelige verdipapirer, jf. ny § 5-4 første ledd) straks offentliggjøre endringer i rettighetene til de omsettelige verdipapirene. Det skal opplyses om endrede vilkår eller betingelser som indirekte kan påvirke innehaverens rettsstilling, for eksempel endrede lånebetingelser eller rente. Bestemmelsen gjennomfører art. 16 nr. 2 uten endringer.

Etter forslaget til ny § 5-8 fjerde ledd skal låntagere straks offentliggjøre utstedelse av nye lån, herunder eventuelle garantier eller sikkerhet stilt i denne forbindelse. Etter direktivet er det ikke et vilkår at de nye lånene er opptatt til handel på regulert marked. Dette synes naturlig ettersom hensikten med opplysningsplikten rimeligvis må være å gjøre investorer i stand til å vurdere låntagers soliditet. Bestemmelsen vil ikke gjelde for offentlige internasjonale organer der minst én EØS-stat er medlem. I direktivet er EØS-stater mv. ikke unntatt fra opplysningskravene i art. 16 (kravene til periodisk rapportering gjelder imidlertid ikke for slike, jf. art. 8). Lovutkastet § 5-4 fjerde ledd må derved tolkes innskrenkende på dette punktet, jf. presiseringen i lovforslaget.

Opplysninger som nevnt skal offentliggjøres etter forslaget til ny § 5-12, jf. forslaget til ny § 5-8 femte ledd. Utvalget legger til grunn at børsforskriften § 10-5 om rapportering til børsen videreføres.

Når det gjelder direktivets bestemmelse om vedtektsendringer i art. 19 nr. 1 annet ledd, foreslår utvalget en ny § 5-8 sjette ledd som vil gjelde for utstedere med Norge som hjemstat. Lovutkastet gjennomfører direktivet med en endring. Det er i lovutkastet presisert at innsendelse skal skje elektronisk. Dette antas å være hensiktsmessig for både utstederne, Kredittilsynet og vedkommende regulerte marked. Det presiseres at innsendelsen av utkastet til nye vedtekter skal skje «til orientering». Med mindre det foreligger annet rettslig grunnlag vil Kredittilsynet og vedkommende regulerte marked ikke ha anledning til å komme med innsigelser til vedtektsendringen.»

19.4 Høringsinstansenes merknader

Finansnæringens Hovedorganisasjon/Sparebankforeningen anser det som en fordel at bestemmelser til gjennomføring av direktivet artikkel 15, 16 og 19 samles på ett sted i lovverket. Reglene vil blant annet kunne tjene til å gi aksjonærene nødvendig informasjon for å kunne vurdere om flaggegrensene passerer.

Ingen av de øvrige høringsinstansene har merknader til utvalgets forslag.

19.5 Departementets vurdering

I likhet med utvalget legger departementet til grunn at det er nødvendig med en eksplisitt regulering om utstaders opplysningsplikt knyttet til endringer i aksjekapital mv. for at norsk rett kan anses for å være i overensstemmelse med reglene i direktivet artikkel 15 og 16.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag til gjennomføring av artikkel 16 i ny § 5-8. Det foreslås at bestemmelsen skal gjelde for utstedere med Norge som hjemstat. Som utvalget, legger departementet til grunn at artikkel 16 vil bli gjennomført overfor alle EØS-utstedere, da samtlige EØS-stater vil være forpliktet til å gjennomføre artikkel 16.

Det foreslås i vphl. ny § 5-8 første ledd at aksjeutsteder straks skal offentliggjøre endringer i rettigheter til aksjene. I tillegg skal utsteder offentliggjøre endringer i «tilknyttede finansielle instrumenter» utstedt av selskapet. Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at opplysningsplikten vil gjelde generelt for derivater utstedt av selskapet med andre ord at opplysningsplikten ikke begrenses til derivater som gir «access to the shares» i direktivet artikkel 16.

Det foreslås en bestemmelse i ny § 5-8 annet ledd om at aksjeutsteder senest ved utgangen av hver måned som det finner sted en aksjekapital- eller stemmerettsendring, offentliggjør en oversikt over aksjekapitalen og antall stemmer. Departementet legger til grunn at forslaget vil gjennomføre direktivet artikkel 15.

Etter forslaget til ny § 5-8 tredje ledd skal andre utstedere (typisk obligasjonsutstedere) straks offentliggjøre endringer i rettighetene til de omsettelige verdipapirene. Det skal opplyses om endrede vilkår eller betingelser som indirekte kan påvirke innehaverens rettsstilling, for eksempel endrede lånebetingelser eller rente. Departementet legger til grunn at forslaget vil gjennomføre direktivet artikkel 16 nr. 2.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag til ny § 5-8 fjerde ledd om at låntagere straks skal offentliggjøre utstedelse av nye lån, herunder eventuelle garantier eller sikkerhet stilt i denne forbindelse. Etter direktivet er det ikke et vilkår at de nye lånene er opptatt til handel på regulert marked. Departementet er enig med utvalget i at dette synes naturlig ettersom hensikten med opplysningsplikten rimeligvis må være å gjøre investorer i stand til å vurdere låntagers soliditet. Det foreslås derfor at § 5-8 fjerde ledd ikke begrenses til lån opptatt til handel på regulert marked. Bestemmelsen vil ikke gjelde for offentlige internasjonale organer der minst én EØS-stat er medlem. I direktivet er EØS-stater mv. ikke unntatt fra opplysningskravene i art. 16 (kravene til periodisk rapportering gjelder imidlertid ikke for slike, jf. art. 8). Departementet slutter seg derfor til utvalgets forslag til presisering i lovforslaget.

Det foreslås at opplysninger som nevnt i forslaget § 5-8 første til fjerde ledd skal offentliggjøres

etter forslaget til ny § 5-12, jf. forslaget til ny § 5-8 femte ledd.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag til ny § 5-8 sjette ledd til gjennomføring av direktivet artikkel 19 nr. 1 annet ledd (om vedtektsendringer). Etter forslaget vil bestemmelsen gjelde for utstedere med Norge som hjemstat. Departementet støtter utvalgets forslag om at innsendelse skal skje elektronisk, selv om det ikke stilles krav om elektronisk innsendelse i direktivet. I likhet med utvalget antar departementet at elektronisk innsendelse vil være hensiktsmessig for både utstederne, Kredittilsynet og vedkommende regulerte marked. Det presiseres at innsendelsen av utkastet til nye vedtekter skal skje *til orientering*. Med mindre det foreligger annet rettslig grunnlag vil Kredittilsynet og vedkommende regulerte marked ikke ha anledning til å komme med innsigelser til vedtektsendringen.

20 Språk

20.1 Norsk rett

Utvalget uttaler følgende om gjeldende rett (NOU 2006: 3 side 226):

«Børsforskriften § 23-5 annet ledd fastslår at norske utstedere skal gi opplysningene på norsk. Utenlandske utstedere kan benytte engelsk, dansk eller svensk. Børsen kan beslutte at utsteder i stedet for eller i tillegg til annet språk skal gi opplysningene på engelsk. Det er etter det utvalget er kjent med, en rekke norske utstedere som har søkt og fått godkjenning til å benytte engelsk for offentliggjøring av meldinger. Så vidt utvalget vet har det ikke vært reist vesentlige innvendinger mot børsens praksis.»

Departementet har ingen merknader til utvalgets fremstilling av gjeldende rett.

20.2 EØS-rett

Utvalget beskriver EØS-retten på dette punktet slik (NOU 2006: 3 side 226):

«Art. 20 stiller krav til hvilket språk de regulerte opplysninger skal offentliggjøres på.

Etter art. 20 nr. 1 skal opplysningene offentliggjøres på et språk som aksepteres av hjemstatens kompetente myndighet dersom verdipapirene kun opptas til handel på et regulert marked i hjemstaten.

Når et verdipapir opptas til handel på et regulert marked både i hjemstaten og en eller flere vertstater, skal opplysningene etter art. 20 nr. 2 offentliggjøres på et språk som aksepteres av den kompetente myndighet i hjemstaten (bokstav a), samt etter utsteders valg på et språk som aksepteres av den kompetente myndighet i hver vertstat, eller på et språk som vanligvis anvendes i internasjonale finansielle kretser (bokstav b). Valgadgangen er omtalt i fortalens pkt. 24:

«Any obligation for an issuer to translate all ongoing and periodic information into all the relevant languages in all the Member States where its securities are admitted to trading does not foster integration of securities mar-

kets, but has deterrent effects on cross-border admission of securities to trading on regulated markets. Therefore, the issuer should in certain cases be entitled to provide information drawn up in a language that is customary in the sphere of international finance.»

Der verdipapirer alene tas opp til handel på et regulert marked i en vertstat, og ikke i hjemstaten, skal de regulerte opplysninger etter art. 20 nr. 3 første ledd avhengig av utsteders valg offentliggjøres enten på et språk som aksepteres av vertstatens kompetente myndighet, eller på et språk som vanligvis anvendes i internasjonale finansielle kretser.

Det fremgår videre av art. 20 nr. 3 annet ledd at hjemstaten i tillegg gjennom lov, forskrift eller administrative bestemmelser kan fastslå at regulerte opplysninger avhengig av utsteders valg enten skal fremlegges på et språk som aksepteres av dens kompetente myndighet eller på et språk som vanligvis anvendes i internasjonale finansielle kretser.

Det fremgår av art. 20 nr. 4 at når verdipapirer opptas til handel på et regulert marked uten utsteders samtykke, påhviler forpliktelsene i 1, 2 og 3 ikke utsteder, men den person som uten utsteders samtykke har anmodet om slikt opptak.

Etter art. 20 nr. 5 skal medlemsstatene gi aksjonærer, og fysiske eller juridiske personer som omtalt i art. 9, 10, og 13 mulighet for å kunne melde opplysninger på et språk som vanligvis anvendes i internasjonale finansielle kretser (dvs. engelsk). Dersom utsteder mottar slik melding, kan medlemsstatene ikke pålegge utsteder å oversette meldingen til et språk som aksepteres av den kompetente myndighet.

Etter art. 20 nr. 6 skal bestemmelsene 1-4 ikke gjelde («by way of derogation from paragraphs 1 to 4») dersom verdipapirenes pålydende pr. enhet utgjør minst 50.000 euro, eller tilsvarende beløp i annen valuta ved utstedelsesdato, og verdipapirene er opptatt til handel på et regulert marked i en eller flere medlemsstater. I slike tilfeller kan låntaker velge å offentliggjøre opplysninger enten på et språk akseptert av hjemstaten, eller på et språk som vanligvis anvendes i internasjonale finansielle kretser.

Det fremgår av art. 20 nr. 7 at dersom det i en medlemsstat innbringes søksmål angående innholdet i regulerte opplysninger, fordeles ansvaret for å dekke omkostningene ved oversettelse av disse opplysningene i overensstemmelse med denne medlemsstats lovgivning.»

Departementet har ingen merknader til utvalgets fremstilling av EØS-retten.

20.3 Utvalgets forslag

Utvalget uttaler følgende om de generelle hensyn som gjør seg gjeldende ved regulering av språkbestemmelsen i artikkel 20 (NOU 2006: 3 side 227-228):

«Det må ved gjennomføringen av art. 20 foretas en avveining mellom kryssende hensyn. Det er på den ene siden viktig at investorer i det norske verdipapirmarkedet gis løpende og periodiske meldinger på et språk som er lettfattelig. For norske investorer vil dette gjennomgående tilsi at meldinger bør gis på norsk. Utsteder vil på sin side gjerne ha et ønske om å kommunisere på engelsk, både for å tiltrekke seg utenlandske investorer og på grunn av selskapsinterne forhold. Mange utsteder har engelsk som «arbeidsspråk» og/eller er eid eller eier utenlandske foretak.

Etter vphl. dagens § 5-17 kan prospekter offentliggjøres på norsk, engelsk, svensk eller dansk. Prospektmyndigheten kan kreve at sammendraget oversettes til norsk. Valgadgangen i § 5-17 synes hensiktsmessig all den tid myndigheten kan kreve at det utarbeides et norsk sammendrag. Selv om konsekvens i regelverket kunne tilsi at samme løsning velges for løpende og periodiske meldinger, vil trolig behovet for norsk være større for slike meldingers del.»

Når det gjelder opptak til handel av verdipapirer som bare er tatt opp til handel på norsk regulert marked, er utvalget delt i synet på om det bør åpnes for at informasjonspliktig informasjon utelukkende kan gis på annet språk enn norsk. Det uttales i den sammenheng (NOU 2006: 3 side 227-228):

«Et flertall i utvalget bestående av medlemmene Sæbø, Bjørland, Broch Mathisen, Espolin Johnson, Vihovde og Økland foreslår som utgangspunkt at dagens språkbestemmelse i børsforskriften § 23-5 annet ledd videreføres. Dette betyr at der en norsk utstedeers verdipapirer bare er tatt opp til handel på norsk regulert marked, skal offentliggjøring og innsending av informasjonspliktig informasjon skje på norsk.

Utenlandske utstedere hvis omsettelige verdipapirer bare er opptatt til handel i Norge, bør etter utvalgets oppfatning gis mulighet til å benytte engelsk, dansk eller svensk. Som i dag bør det være en dispensasjonsadgang med hensyn til valg av språk. Etter art. 24 må denne myndigheten hvile hos Kredittilsynet, men adgangen kan delegeres til vedkommende regulerte marked (pr. i dag Oslo Børs) for en periode på åtte år, jf. art. 24 nr. 2. Utvalgets flertall viser til lovutkastet § 5-13 første ledd.

Et mindretall av utvalget bestående av medlemmene Harto, Thrane og Degré foreslår at det lovfestes at opplysningene skal kunne gis på norsk, engelsk, svensk eller dansk. Det vises til at det norske markedet er avhengig av interesse både fra norske og utenlandske investorer for å være konkurransedyktig i forhold til de store internasjonale markedene. Om man tar bort statens eierandel så eies ca. halvparten av aksjene notert på Oslo Børs av utlendinger. Disse står også for den største delen av handelen. For selskaper som ønsker eller er avhengig av en slik eksponering vil periodisk og løpende informasjon måtte gis på engelsk. Riktignok vil opplysninger kunne gis på både engelsk og norsk, men dette vil kunne være byrdefullt og kostbart for små- og mellomstore bedrifter, og forsinkende i forhold til opplysninger som for å unngå innsidehandel skal offentliggjøres svært raskt. Dette hensynet må naturligvis veies mot interessene til de norske aksjonærer som har svake engelskkunnskaper og derfor vanskelig for å forstå informasjon på engelsk. Disse medlemmer mener selskapene selv bør være de nærmeste til å foreta denne avveiningen og da basert på egen aksjonærkrets. Et norsk selskap med virksomhet i utlandet, utenlandsk ledelse og utenlandske aksjonærer bør kunne velge å gi informasjon på engelsk. Denne interesseavveiningen er også gjort for prospekter som jo gir grunnlagsinformasjon ved børsnotering. Det vises til Ot.prp. nr. 69 (2004-2005) pkt 5.6 der departementet referer og slutter seg til følgende:

«Arbeidsgruppen legger til grunn at engelsk i økt grad blir benyttet som internt forretnings-språk også i norske bedrifter. Dette skyldes både at bedriftene har utenlandske medkontra-henter og eiere, samt at styrene i norske selskaper i større grad enn tidligere har utenlandske styremedlemmer. Arbeidsgruppen viser videre til at det er selskaper notert på Oslo Børs, som har hovedkontor i utlandet. Også for disse vil engelsk være forretningsspråket, eventuelt i tillegg til det nasjonale språket. Sett hen til det generelle kompetansenivået når det gjelder språk i den norske befolkningen, kan arbeidsgruppen ikke se at det skulle være grunn til å

avskjære tilbydere og søkere om notering fra å utarbeide prospekt på engelsk. Etter arbeidsgruppens vurdering vil dette kunne bidra til å redusere kostnadene for norske utstedere som innhenter kapital både i Norge og i utlandet. En mulighet til å benytte engelsk kan videre bidra til å gjøre det norske markedet mer tilgjengelig for utenlandske utstedere. For øvrig vises det til at sammendraget, etter arbeidsgruppens forslag, kan kreves oversatt til norsk.

Arbeidsgruppen foreslår etter dette at prospekt kan utarbeides på norsk, svensk, dansk eller engelsk. Forslaget omfatter både de tilfeller der et tilbud/opptak til notering kun rettes mot det norske markedet og der det i tillegg rettes mot andre markeder.»

Ingen høringsinstanser hadde innvendinger mot dette forslaget som ble vedtatt. Disse medlemmer mener det er feilaktig å sammenligne løpende og periodisk informasjonsplikt med prospektsammendrag som etter forslaget kan kreves oversatt til norsk. Det vises til at tegningsblanketter etter verdipapirhandelloven ikke kan sendes ut uten fullt prospekt; sammendrag er altså ikke tilstrekkelig tegningsgrunnlag. Etter prospektreglene kan det også inntas opplysninger ved henvisning til tidligere offentliggjort informasjon f.eks. årsrapporter, forutsatt at de er på samme språk som prospektet forøvrig. At det skal være ulike språkkrav til ulike deler av et selskap informasjonsplikt synes således både upraktisk og ulogisk. Også for flaggregler er det lagt opp til at meldinger på engelsk skal kunne aksepteres, se lovutkastet § 4-3 fjerde ledd. Et krav om anvendelse av norsk for norske selskaper vil også innebære en vesentlig innskjerpelse for de selskapene på Oslo Børs som allerede under dagens regler har fått børsens tillatelse til å gi opplysninger bare på engelsk. Disse utgjør per tidspunkt mer enn en fjerdedel av de noterte selskapene ved Oslo Børs. Så vidt utvalgsmedlemmene kjenner til har det ikke kommet innsigelser eller vært uttykt misnøye med denne ordningen fra investorhold, heller ikke fra småaksjonærer. Et språkvalg gir også like forhold for norske og utenlandske selskaper notert i Norge.»

Når det gjelder verdipapirer som både er opptatt til handel i Norge (som hjemstat) og en annen EØS-stat (som vertsstat) og verdipapirer som omsettes i Norge som vertsstat, antar utvalget at slike utstedere kan underlegges de samme språkkravene som utstedere med Norge som hjemland og hvis verdipapirer alene er opptatt til handel i Norge (2006: 3 side 228):

«Der en utstедers omsettelige verdipapirer et opptatt til handel i Norge (og Norge er hjem-

stat) og på et regulert marked i en annen EØS-stat (som er vertsland), følger det av art. 20 nr. 2 at offentliggjøring skal skje på et språk som godtas av hjemstatens kompetente myndighet og, etter utstедers valg, enten på et språk som godtas av vertslandets kompetente myndighet eller et språk som er vanlig i «the sphere of international finance». Utvalget antar at slike utstedere kan underlegges de samme språkkravene som utstedere med Norge som hjemland og hvis verdipapirer alene er opptatt til handel i Norge, jf. art. 20 nr. 2 bokstav a) og b).»

Norge som vertsland

Om dette uttaler utvalget (NOU 2006: 3 side 228):

«Utvalget foreslår å gi utenlandske utstedere med Norge som vertsland en valgfrihet med hensyn til språk (engelsk, dansk eller svensk). Valgdgangen i art. 20 nr. 3 er oppfylt, ettersom det er klart at engelsk er et språk som er vanlig i «the sphere of international finance».

Norskregistrerte utstedere med Norge som vertsland (utstedere som ikke omfattes av art. 2 nr. 1 bokstav i) første strekpunkt) gis ikke denne valgdgangen, med mindre pålydende per enhet er mer enn 50 000 euro, jf. nedenfor. Det kan reises spørsmål om det fullt ut er i samsvar med direktivet å underlegge norskregistrerte utstedere med Norge som vertsland en slik forpliktelse, jf. art. 3 nr. 2. Gitt dispensasjonsadgangen antas dette å kunne besvares bekreftende.

Utvalget foreslår at unntaket i art. 20 nr. 6 gjennomføres i ny § 5-13 annet ledd. Etter lovutkastet vil utsteder av gjeldsinstrumenter hvis pålydende er minst 50 000 euro eller tilsvarende beløp i annen valuta, kunne gi opplysninger på norsk eller engelsk.

Etter art. 20 nr. 4 skal språkkravene gjelde tilsvarende for annen person enn utsteder som har søkt om opptak til handel av omsettelige verdipapirer på regulert marked. Bestemmelsen foreslås gjennomført i ny § 5-13 tredje ledd.»

20.4 Høringsinstansenes merknader

Når det gjelder spørsmålet om det bør åpnes for at informasjonspliktig informasjon i tilknytning til verdipapirer som bare er opptatt til handel på et regulert marked i Norge skal kunne gis på et annet språk enn norsk, gir *Finansnæringens Hovedorganisasjon/Sparebankforeningen, Den Norske Advokatforening, Næringslivets Hovedorganisasjon og Kredittilsynet* støtte til mindretallets forslag. Kredittilsynet begrunner dette synspunktet med «erfa-

ringen med bruk av engelsk som språk, den liberale dispensasjonspraksisen hos Oslo børs og hensynet til konsistens i regelverket», og viser for øvrig til mindretallets begrunnelse.

Dessuten viser Kredittilsynet til at utvalgets forslag til § 5-13 første ledd annet punktum innebærer at utenlandske utstedere hvis omsettelige verdipapirer bare er opptatt til handel i Norge, ikke kan benytte norsk som språk. Kredittilsynet foreslår at ordlyden i forslaget endres til å inkludere norsk også for denne gruppen utstedere.

Norges Bank og *Norges Fondsmeglerforbund* støtter flertallets forslag til § 5-13. Norges Bank legger til at:

«når utsteder benytter mer enn ett språk, kan en vurdere krav om samtidig publisering av på alle aktuelle språk for å sikre best mulig informasjonsflyt fra utsteder til markedet.»

Norges Fondsmeglerforbund forventer:

«at Kredittilsynet på dette punkt ikke er tilbakeholdne, men benytter sin dispensasjonsadgang når det foreligger et sterkt ønske og behov fra utsteder og at det ikke foreligger særlige grunner som skulle tilsi at Kredittilsynet ikke burde gi dispensasjon... Kredittilsynet må således i sin vurdering se hen til det internasjonale kapitalmarkedet Norge (Oslo Børs) er en del av.»

Ingen av de øvrige høringsinstansene har merknader til utvalgets forslag.

20.5 Departementets vurdering

Språkbestemmelsen i direktivet artikkel 20 regulerer hvilket språk informasjonspliktige opplysninger fra utsteder skal gis på. Slike opplysninger vil blant annet omfatte endringer i aksjekapital mv. (forslaget § 5-8), informasjon til aksjeeiere mv. (forslaget § 5-9) og informasjon til långivere mv. (forslaget § 5-10).

Ved gjennomføringen av artikkel 20 må det foretas en avveining mellom kryssende hensyn. På den ene side må det legges vekt på at informasjon fra utsteder gis på et språk som er lettfattelig. For norske investorer kan dette hensynet normalt tilsi at informasjon gis på norsk. På den annen side vil utsteder ofte ha et behov for å kunne kommunisere på engelsk, både for å tiltrekke seg utenlandske investorer og av hensyn til eventuelle utenlandske eiere og/eller ansatte. I hvilken grad løpende og periodiske meldinger skal gis på norsk eller på andre språk, må også vurderes i sammenheng med tilgrensende regelverk.

Ut fra en samlet vurdering av de kryssende hensynene, slutter departementet seg til utvalgets flertall om at i tilfeller der en norsk utstede omsettelige verdipapirer bare er tatt opp til handel på norsk regulert marked, skal offentliggjøring og innsending av informasjonspliktige opplysninger skje på norsk. Departementet legger avgjørende vekt på at informasjon på norsk vil være mest lettfattelig for norske investorer. I likhet med utvalgets flertall anser departementet at hensynet til utenlandske investorer kan ivaretas gjennom en videreføring av dispensasjonsadgangen med hensyn til valg av språk. Departementet foreslår på denne bakgrunn at utsteder med Norge som hjemstat og som bare har omsettelige verdipapirer opptatt til notering på norsk regulert marked, skal gi opplysninger på norsk.

Etter departementets vurdering er det hensiktsmessig at bestemmelsen i lovforslaget § 5-13 utformes på samme måte som direktivet artikkel 20, for å sikre korrekt gjennomføring av direktivkravet. Forslaget til § 5-13 vil derfor avvike fra utvalgets forslag på flere punkter.

Som nevnt ovenfor, foreslås det i § 5-13 første ledd at utsteder med Norge som hjemstat og som har omsettelige verdipapirer opptatt til notering bare på norsk regulert marked, skal gi opplysninger på norsk. Departementet anser bestemmelsen for å være i overensstemmelse med direktivet artikkel 20 nr. 1.

Til gjennomføring av direktivet artikkel 20 nr. 2, foreslås det en bestemmelse om at utsteder med Norge som hjemstat og som har omsettelige verdipapirer opptatt til notering på regulert marked både i Norge og i en vertsstat, skal gi opplysninger på norsk og, etter utstede valg, enten på et språk som bestemt av vertsstatens kompetente myndighet, eller på engelsk. Det vises til forslaget til § 5-13 annet ledd.

I § 5-13 tredje ledd første punktum foreslås det at Kredittilsynet kan bestemme at utsteder som omhandlet i første og annet ledd kan gi opplysninger på annet språk enn norsk. Departementet anser at det kan være hensiktsmessig å legge til rette for at dispensasjonsadgangen delegeres til regulert marked, jf. direktivet artikkel 24 nr. 2 om at slik myndighet kan delegeres i inntil åtte år. Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at Kredittilsynet kan delegere myndigheten til regulert marked, jf. lovforslaget § 5-13 tredje ledd annet punktum.

Forslaget til § 5-13 fjerde ledd gjennomfører direktivet artikkel 20 nr. 3. Det foreslås at utsteder med Norge som vertsstat og som ikke har omsettelige verdipapirer opptatt til notering på regulert

marked i hjemstaten, skal gi opplysninger på norsk, svensk, dansk eller engelsk. Departementet er enig med utvalget i at kravet i artikkel 20 nr. 3 om at språket skal være vanlig i «the sphere of international finance» er oppfylt når utsteder har anledning til å velge engelsk som språk. Forslaget til bestemmelse avviker noe fra utvalgets forslag ved at bestemmelsen vil omfatte norske og utenlandske utstedere med Norge som vertsstat. Dette antas nødvendig for å gjennomføre artikkel 20 nr. 3.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag til gjennomføring av direktivet artikkel 20 nr. 4 om at språkkravene i artikkel 20 nr. 1 til 3 skal gjelde tilsvarende for annen person enn utsteder som har søkt om opptak til handel av omsettelige verdipapirer på regulert marked. Ordlyden i bestemmelsen foreslås utformet i samsvar med ordlyden i direktivet ved at forpliktelsene i § 5-13 første til fjerde ledd

skal påhvile den person som «uten utstederens samtykke» har bedt om opptak. Det vises til forslaget til § 5-13 femte ledd.

I forslaget til sjette ledd gjennomføres direktivet artikkel 20 nr. 6 om unntaksbestemmelsen for omsettelige verdipapirer med en pålydende verdi på minst 50 000 euro eller for gjeldsinstrumenter i en annen verdi enn euro som minst tilsvarer en verdi på 50 000 euro. Forslaget til bestemmelse er utformet mer i samsvar med ordlyden i direktivet sammenlignet med utvalgets forslag, ved at også omsettelige verdipapirer med en pålydende verdi på minst 50 000 euro omfattes. Det foreslås at utsteder skal offentliggjøre opplysninger enten på norsk eller engelsk. Kravet i artikkel 20 nr. 6 om at språket skal være vanlig i «the sphere of international finance» er oppfylt når utsteder har anledning til å velge engelsk som språk.

21 Tredjeland

21.1 Norsk rett

Utvalget uttaler (NOU 2006: 3 side 230):

«Det fremgår av børsforskriften § 23-7 om utenlandske utstedere at bestemmelser i forskriften kan fravikes i kursnoteringsavtalen. Børsforskriften § 5-2 fjerde ledd fastslår at opplysninger fra selskapet som offentliggjøres ved andre børser hvor selskapets aksjer er notert, senest samtidig skal sendes børsen. Tilsvarende følger av forskriften § 10-2 fjerde ledd for så vidt gjelder utstedere av obligasjoner».

21.2 EØS-rett

Utvalget uttaler (NOU 2006: 3 side 230):

«Transparencydirektivet gjelder for utstedere hvis omsettelige verdipapirer er opptatt til handel på et regulert marked. Direktivet omfatter både utstedere fra EØS-land og utstedere fra land utenfor EØS-området («tredjeland»), jf. fortalens pkt. 27:

«So as to ensure the effective protection of investors and the proper operation of regulated markets, the rules relating to information to be published by issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market should also apply to issuers which do not have a registered office in a Member State and which do not fall within the scope of Article 48 of the Treaty. It should also be ensured that any additional relevant information about Community issuers or third country issuers, disclosure of which is required in a third country but not in a Member State, is made available to the public in the Community.»

I følge art. 23 kan imidlertid utstedere fra tredjeland som er underlagt tilsvarende/liknende transparencyregulering som EØS-utstedere, fritas fra en rekke av de innholdsmessige rapporteringskravene i direktivet. Men plikten til å offentliggjøre opplysninger i EØS-området gjelder også for slike utstedere, jf. nedenfor.

Etter art. 23 nr. 1 kan den kompetente myndighet i hjemstaten gjøre unntak fra kravene i art. 4 - 7, 12 nr. 6, 14, 15 og 16 - 18, dersom utstедers registrerte hjemsted er et land utenfor

EØS-området og dette landets lovgivning i det minste inneholder tilsvarende/liknende («equivalent») krav, eller utsteder overholder krav som følger av lovgivning i et tredjeland, som den kompetente myndighet i hjemstaten vurderer som tilsvarende/liknende («equivalent») krav.

Slik informasjon skal like fullt forelegges den kompetente myndighet etter art. 19, og offentliggjøres i henhold til artiklene 20 og 21.

Etter art. 23 nr. 2 kan en utsteder som har sitt vedtektsbestemte sete i et tredjeland – «by way of derogation from paragraph 1» – unntas fra å forberede sitt årsregnskap i overensstemmelse med art. 4 eller art. 5 frem til regnskapsåret som begynner 1. januar 2007, forutsatt at slik utsteder forbereder sitt årsregnskap i overensstemmelse med internasjonalt anerkjente regnskapsstandarter omhandlet i art. 9 i forordning (EF) 1606/2002 (IFRS-forordningen).

Art. 23 nr. 3 fastslår at den kompetente myndighet i hjemstaten skal sikre at informasjon som offentliggjøres i et tredjeland, og som kan ha betydning for offentligheten i EØS-området skal offentliggjøres i henhold til art. 20 og 21, selv om slik informasjon ikke er regulert informasjon innenfor betydningen av art. 2 (1) (k) i dette direktiv.

Etter art. 23 nr. 4 - 7 kan kommisjonen fastsette utfyllende regler om rapporteringen til utstedere fra tredjeland. Utkast til slike bestemmelser fremkommer av ESC/34/2005 kapittel 5.»

I forslag til kommisjonsdirektiv har Kommisjonen fastsatt utfyllende bestemmelser til rapporteringsdirektivet artikkel 23(4) (ii) og 23(7).

I kommisjonsbeslutning 4. desember 2006 har det blitt fastsatt utfyllende bestemmelser til rapporteringsdirektivet artikkel 23(4).

21.3 Utvalgets forslag

Om unntakshjemmel for utstedere fra tredjeland uttaler utvalget (NOU 2006: 3 side 230-231):

«Etter direktivet art. 23 nr. 1 første ledd kan utstedere fra tredjeland som er underlagt tilsvarende/lignende regulering, på visse vilkår unntas:

- art. 4 til 7 om krav til innholdet av års- og delårsrapporter
- art. 12 nr. 6 om offentliggjøring av flaggemeldinger
- art. 14 om utsteders flagging av egne aksjer
- art. 15 om melding ved kapitalendringer
- art. 16 om endrede rettigheter til aksjer, obligasjoner mv.
- art. 17 om informasjon til aksjonærer
- art. 18 om informasjon til långivere

Utstedere fra tredjeland som har Norge som hjemstat, skal være underlagt kravene til offentliggjøring og lagring av «regulated information», samt hjemstatskontroll, jf. art. 23 nr. 1 annet ledd.

Det vil ventelig bli fastsatt detaljerte regler til utfylling av art. 23, jf. nevnte utkast fra kommisjonen. Utvalget foreslår på denne bakgrunn en forskriftshjemmel i ny § 5-7 annet ledd hvor etter utstedere fra land utenfor EØS-området med Norge som hjemland, kan unntas fra enkelte av bestemmelsene i verdipapirhandelloven. Mer konkret foreslår utvalget en forskriftshjemmel som omfatter vphl. kapittel 4 og 5, jf. lovutkastet. Med dette vil utstedere fra tredjeland kunne unntas kravene til utarbeidelse av års- og delårsrapporter, melding ved kapitalendringer, samt informasjon til aksjonærer og långivere. I tillegg vil utstedere fra tredjeland kunne unntas enkelte av flaggebestemmelsene.

Den nærmere vurderingen av om det skal gis forskrift med unntak for tredjelandsutstedere bør utestå til kommisjonens nivå-2-regulering har blitt fastsatt. Det synes imidlertid riktig å legge til grunn at unntak bare bør gis der hensynet til markedet, myndigheter og investorer blir tilstrekkelig ivaretatt av tredjelandreguleringen, jf. «may» i art. 23. nr. 1. Videre bør det under enhver omstendighet ikke gis unntak som er videre enn angitt i direktivet.

Utvalget presiserer at utstedere fra tredjeland utenfor EØS-området som har Norge som hjemstat vil være underlagt vphl. ny § 5-12 om offentliggjøring og lagring av informasjonspliktige opplysninger. I tillegg vil den løpende informasjonsplikten etter ny § 5-1 flg. gjelde for slike utstedere.»

Om utsatt krav om års- eller delårsrapportering uttaler utvalget (NOU 2006: 3 side 231):

«Utvalget foreslår at art. 23 nr. 2 gjennomføres som ny § 5-7 første ledd. Utstederne det her er snakk om vil typisk rapportere etter USGAAP, jf. IFRS-forordningen art. 9 bokstav b). Det vises til lovutkastet.»

21.4 Høringsinstansenes merknader

Norges Bank uttaler:

«Den omfattende reguleringen av informasjon som skal gis av utstedere, vil bli sikret for papirer med utstedere i EØS-området. Norges Bank er enig i at en i de framtidige bestemmelsene om unntak for tredjelandsutstedere må være restriktiv og sikre at markedets integritet blir fullt ut ivaretatt. Den tekniske løsningen med å gjøre dette i forskrifter har Norges Bank ikke merknader til.»

Ingen av de øvrige høringsinstansene har hatt merknader til utvalgets forslag.

21.5 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets vurdering med hensyn til regulering av utstedere fra tredjeland.

Som utvalget påpeker, vil det være naturlig å fastsette nærmere regler i forskrift med bakgrunn i EU-kommisjonens nivå 2-regler. Departementet er enig med utvalget i at forskriftshjemmelen bør gi departementet adgang til å unnta utstedere fra tredjeland fra kravene i forslaget til ny vphl. kap 4 og 5. Departementet anser det som mest hensiktsmessig at reglene om unntak for utstedere fra tredjeland kan reguleres samlet i forskrift, og foreslår at det i § 5-7 gis en adgang for departementet til å fastsette forskrifter til gjennomføring av direktivet artikkel 23. Det vises til forslag til vphl. § 5-7.

22 Tilsyn og sanksjoner

22.1 Tilsyn

22.1.1 Norsk rett

Utvalget beskriver gjeldende rett om tilsyn slik (NOU 2006: 3 side 233):

«Kredittilsynet er prospektmyndighet etter vphl. dagens § 5-8 sjette ledd. Kredittilsynet fører videre kontroll med at den finansielle rapporteringen til norske utstedere hvis omsettelige verdipapirer er opptatt til handel på børs eller autorisert markeds plass, er i samsvar med lov og forskrift, jf. vphl. § 12-1 tredje ledd.

Flaggemeldinger skal etter vphl. § 3-2 første ledd sendes til «børsen», som offentliggjør disse etter § 3-3 tredje ledd. Kredittilsynet fører etter vphl. § 12-1 annet ledd tilsyn med blant annet flaggebestemmelsene i §§ 3-2 og 3-3 annet ledd. Kredittilsynet og Oslo Børs har inngått en avtale om markedsovervåking, herunder flagging. Mistanker om brudd på flaggeregelverket som avdekkes av børsen oversendes etter avtalen Kredittilsynet for nærmere vurdering og eventuell anmeldelse.»

Departementet har ingen merknader til utvalgets fremstilling av gjeldende rett.

22.1.2 EØS-rett

Utvalget uttaler følgende om bestemmelsene om tilsyn i direktivet artikkel 24 (NOU 2006: 3 side 232-233):

«Etter art. 24 nr. 1 skal den sentrale kompetente myndigheten med ansvar for å ivareta de forpliktelser som følger av transparencydirektivet være den samme myndighet som i prospektdirektivet art. 21 nr. 1. Medlemsstatene skal underrette kommisjonen om dette.

For utøvelse av oppgavene omhandlet i art. 24 nr. 4 bokstav h) kan medlemsstatene utnevne en annen kompetent myndighet enn den sentrale kompetente myndighet omhandlet i nr. 1.

Det følger av art. 24 nr. 2 første ledd at medlemsstatene kan tillate at deres kompetente myndighet delegerer oppgaver. En eventuell delegering av oppgaver skal vurderes fem år etter at direktivet er trådt i kraft og avvikles åtte

år etter direktivikrafttreddelsen. Enhver delegering av oppgaver skal skje etter en spesifikk fremgangsmåte med angivelse av de oppgaver som skal ivaretas, og betingelser for utførelsen av oppgavene.

Etter art. 24 nr. 2 annet ledd skal betingelsene for delegeringen inneholde en klausul («a clause») som forplikter enheten som får delegert oppgaver til seg, å være organisert med sikte på å unngå interessekonflikter, samt at opplysninger ikke håndteres på en måte som er urettferdig eller som forhindrer konkurranse. I alle tilfelle skal det endelige ansvar for å føre tilsyn med overholdelse av bestemmelser som følger av direktivet og gjennomføringstiltak i denne sammenheng, ligge hos den sentrale kompetente myndighet omtalt i nr. 1.

I følge av art. 24 nr. 3 skal medlemsstatene underrette kommisjonen og de kompetente myndigheter i andre medlemsstater om enhver ordning vedrørende delegering av oppgaver med angivelse av de nøyaktige betingelser for reguleringen av delegeringen.

Det følger av art. 24 nr. 4 at den kompetente myndighet skal ha nødvendige rettigheter for å utføre sine oppgaver. Art. 24 nr. 4 bokstav a)-h) oppstiller visse minstekrav til hvilken kompetanse tilsynsmyndigheten skal ha. Denne kompetansen omfatter:

Å pålegge revisorer, utstedere, innehavere aksjer og andre finansielle instrumenter, samt personer som omhandlet i art. 10 og 13, og personer som kontrollerer eller kontrolleres av dem, å fremlegge opplysninger og dokumenter.

Å pålegge utsteder å fremlegge de opplysninger som kreves etter bokstav a) for offentligheten med de midler og innen den tidsfrist som myndigheten finner nødvendig. Den kompetente myndigheten kan selv offentliggjøre slike opplysninger på eget initiativ etter å ha konsultert med utsteder, dersom utstederne eller de personer som kontrollerer eller kontrolleres av dem unnlater å gjøre dette.

Å pålegge utstaders ledelse, og innehavere av aksjer og andre finansielle instrumenter, og personer som omhandlet i art. 10 og 13, å anmelde opplysninger som kreves etter direktivet eller nasjonal lovgivning vedtatt i henhold til direktivet, og om nødvendig pålegge fremskaffelse av ytterligere opplysninger og dokumenter.

Suspendere, eller anmode de relevante regulerte markeder om å suspendere handelen med verdipapirer i maksimalt 10 dager av gangen. Dersom det foreligger velbegrunnet mistanke om overtredelse av bestemmelser i direktivet eller i nasjonal lovgivning vedtatt i overensstemmelse med dette direktivet.

Å forby omsetning på et regulert marked, hvis den finner at bestemmelsene i direktivet eller i nasjonal lovgivning, som er vedtatt i henhold til direktivet har blitt overtrådt.

Kontrollere at utsteder offentliggjør opplysninger i god tid og på en sådan måte at det garanteres faktisk og tilsvarende adgang for offentligheten i samtlige medlemsstater, hvor verdipapirene omsettes, og treffe passende tiltak («appropriate action») hvis så ikke er tilfelle.

Offentliggjøre opplysninger om at en utsteder eller innehaver av aksjer eller andre finansielle instrumenter, eller personer omhandlet i art. 10 eller 13, misligholder sine forpliktelser.

Undersøke om de opplysninger som omhandles i dette direktivet er utformet i samsvar med det relevante rapporteringsrammeverk («reporting framework») og treffe passende tiltak dersom det oppdages mislighold.

Foreta «on-site inspections» på sitt område i henhold til nasjonal lovgivning, for å sikre overholdelse av bestemmelser i direktivet og dets gjennomføringstiltak. Dersom nødvendig under nasjonal lovgivning, skal den kompetente myndigheten innhente tillatelse fra de relevante juridiske myndigheter og/eller i samarbeid med disse i forbindelse med slike inspeksjoner.

Art. 24 nr. 5 fastslår at nr. 1 - 4 ikke skal forhindre medlemsstatene fra å ha separate juridiske og administrative ordninger for «over-seas European territories for whose external relations that Member State is responsible.»

Art. 24 nr. 6 fastslår at en revisor skal kunne gi opplysninger til tilsynsmyndigheten uten å bryte sin taushetsplikt overfor revisjonsklienten, og uten å risikere noe ansvar.»

Departementet har ingen merknader til utvalgets fremstilling av EØS-reglene.

22.1.3 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår at bestemmelsene i direktivet artikkel 24 gjennomføres i norsk rett, og uttaler (NOU 2006: 3 side 233-234):

«...*Kompetent myndighet*

Kredittilsynet vil være kompetent myndighet etter transparencydirektivet. Utvalget ser det ikke hensiktsmessig at tilsynets kompetanse delegeres utover den arbeidsdelingen

som i dag finner sted mellom Kredittilsynet og Oslo Børs når det gjelder flaggemeldinger. Regulerte markeder må fortsatt kunne foreta kontroll av flaggemeldinger som ledd i den generelle markedsovervåkingen. Slik kontroll kan ikke ses på som delegasjon i direktivets forstand. For øvrig vises det til pkt. 14.4 om inn-sending og offentliggjøring av flaggemeldinger.

... *Tilsynsmyndighetens kompetanse*

Opplysningsplikt

Kredittilsynet har i dag kompetanse til å innhente opplysninger fra utstederforetak hvis omsettelige verdipapirer er opptatt til handel på norsk regulert marked og flaggepliktige investorer, jf. vphl. §§ 12-2 og 12-2a (lovutkastet §§ 15-2 og 15-3). Etter vphl. § 12-2 kan revisor pålegges å gi opplysninger som er nødvendig for gjennomføringen av Kredittilsynets kontroll, jf. også kredittilsynsloven § 3 tredje ledd og 3a og art. 23 nr. 6. I ny § 15-2 sjette ledd foreslås en egen bestemmelse om opplysningsplikten til verdipapirforetak og regulerte markeds revisorer, jf. § 15-7 femte ledd. Utvalget legger til grunn at art. 23 nr. 4 bokstav a) og b) er oppfylt.

Pålegg om å offentliggjøre tilleggsinformasjon

Kredittilsynet kan etter regnskapskontrollforskriften § 7 pålegge norske utstedere å endre sin fremtidige regnskapspraksis, korrigere feil i neste rapportering og offentliggjøre tilleggsinformasjon. Etter vphl. § 12-4 femte ledd (ny § 15-7 sjette ledd) kan pålegg om retting gis dersom noen opptrer i strid med (blant annet) flaggebestemmelsene. Pålegg kan for eksempel medføre en plikt om å offentliggjøre opplysninger. Utvalget legger til grunn at art. 23 nr. 4 bokstav c) er oppfylt.

Suspendere og stryke finansielle instrumenter fra handel

Det vises til utredningens kapittel 7 og 9. Utvalget legger til grunn at art. 23 nr. 4 bokstav d) og e) er oppfylt.

Kontroll med utsteders offentliggjøringsplikt

Kredittilsynet fører i medhold av vphl. § 12-1 tredje ledd ny § 15-1 tredje ledd) og regnskapskontrollforskriften, kontroll med at norske utstedere etterlever sine plikter for så vidt gjelder innholdet i den periodiske rapporteringen (års- og delårsrapporter). Børsen fører kontroll med at utstedere offentliggjør finansiell rapportering til rett tid, jf. børsforskriften kapittel 6 og 10. Kredittilsynet har det overordnede ansvaret for at utstedere etterlever sin

løpende informasjonsplikt etter børsforskriften kapittel 5 og 10 (ny § 5-1 flg. i vphl.), jf. børsloven § 5-7 første ledd. Både Kredittilsynet og børsen har kompetanse til å fatte tiltak hvis utstedere ikke offentliggjør informasjonspliktige opplysninger i tide, jf. utredningen kapittel 9. Utvalget legger derved til grunn at art. 23 nr. 4 bokstav f) er oppfylt.

Offentliggjøring av lovovertridelser

Offentlighetsloven og forvaltningsloven regulerer allmennhetens innsyn i Kredittilsynets saksdokumenter. Utvalget legger til grunn at art. 23 nr. 4 bokstav g) er oppfylt gjennom norsk retts alminnelige regler om innsyn, jf. offentlighetsloven § 2 første ledd.

Kontroll med informasjonspliktige opplysninger

Kredittilsynet fører etter § 12-1 tredje ledd kontroll med «norske utstedere». Etter direktivet skal den norske tilsynsmyndigheten føre kontroll med utstedere som har Norge som hjemstat. Det er på bakgrunn av art. 19 og 23 nr. 2 bokstav h) nødvendig å utvide Kredittilsynets kompetanse etter vphl. § 12-1 tredje ledd (ny § 15-1 tredje ledd) til å også omfatte utenlandske utstedere som har Norge som hjemstat, jf. lovutkastet.

Kredittilsynet har etter vphl. § 12-1 annet ledd (ny § 15-1 annet ledd) kompetanse til å kontrollere flaggmeldinger fra utstedere med Norge som hjemstat.

Etter art. 23 nr. 2 bokstav h) skal tilsynsmyndigheten «examine that information referred to in this Directive» er i samsvar med det relevante rapporteringsregelverket. Passende tiltak skal fattes dersom dette ikke er tilfelle. Kontrollen etter bokstav h) kan delegeres til annet organ enn Kredittilsynet, for eksempel regulerte markeder. Opplysningene det refereres til i direktivet omfatter utstedernes løpende meldinger om kursrelevante forhold, jf. børsforskriften kapittel 5 og 10 og vphl. ny § 5-1 flg. Etter forslaget til ny § 15-1 annet ledd (som viderefører dagens § 12-1 annet ledd) fører Kredittilsynet tilsyn med verdipapirhandelloven, herunder ny § 5-1 flg. om løpende informasjonsplikt. I dag foretar børsen den operative kontrollen med løpende meldinger. Kredittilsynet har det overordnede ansvaret for denne kontrollen, jf. børsloven § 5-7 første ledd. Alvorlige overtridelser av informasjonsplikten skal etter vphl. § 12-1 fjerde ledd (ny § 15-1 fjerde ledd) meddeles Kredittilsynet av børsen. Dette gjøres i dag i begrenset grad og det normale er at børsen selv sanksjonerer overtridelser på den løpende informasjonsplikten. Klager over børsens vedtak blir behandlet av børsklagenemnden etter reglene i børsloven § 7-1 med

forskrifter. Etter utvalgets syn er det ingenting i veien for at denne praksisen forutsetter, men dette fordrer en delegasjon av myndighet fra Kredittilsynet til børsen. Utvalget legger til grunn at hensiktsmessigheten av en slik delegasjon vurderes av Finansdepartementet og Kredittilsynet i forbindelse med gjennomføringen av direktivet i norsk rett.

Inspeksjoner

Det vises til utredningens kapittel 9 for så vidt gjelder Kredittilsynets adgang til bevisssikring og stedlig tilsyn. Utvalget antar ikke at direktivet stiller vilkår om en generell inspeksjonsadgang. Det legges til grunn at art. 23 nr. 4 bokstav i) er oppfylt.

Oversjøiske europeiske områder

Det kan i norsk rett fastsettes særskilte regler om verdipapirhandellovens anvendelse på Svalbard mv, jf. art. 23 nr. 5. Utvalget har ikke vurdert dette spørsmålet nærmere.»

Lovutvalget har i avsnittet sitert ovenfor vist til direktivet artikkel 23. Riktig henvisning skal være artikkel 24.

22.1.4 Høringsinstansenes merknader

Oslo Børs uttaler:

«Direktivet og lovforslaget innebærer at børsen ikke lenger vil være obligatorisk offentliggjøringskanal for det som i dag betegnes som børsmeldinger. Dette innebærer i utgangspunktet at tilsynet med utstedernes offentliggjøring vil tilligge Kredittilsynet, med mindre dette særskilt delegeres. Det vises til tilsvarende merknader ovenfor for så vidt gjelder realtids handelsrapportering etter MiFiD.

Den forebyggende virksomheten ved børs pauser som børsen i dag driver vil også kunne bli vanskeligere når børsen ikke er formidler av børsmeldinger. Det samme gjelder den rettleiding og kontroll børsen utfører overfor utstederne. Børsen vil vurdere om det er andre måter å fylle de vesentligste av disse formålene.»

ØKOKRIM uttaler:

«ØKOKRIM er enig med utvalget i at børsen også i fremtiden bør være det organ som foretar den operative kontrollen med løpende meldinger fra utstederne og selv sanksjonerer overtridelser, jf. punkt 21.1.3. Det blir da etter vårt syn viktig at børsen mottar alle meldinger fra utstederne som er gjenstand for offentliggjøring – enten som eneste mottaker eller i tillegg til andre mottakere i overensstemmelse med utvalgets endringsforslag».

Kredittilsynet foreslår at forslaget til ny § 15-1 tredje ledd omformuleres slik at bestemmelsen omfatter regulert marked «i EØS». Kredittilsynet viser til at «regulert marked» i § 15-1 tredje ledd vil erstatte «børs, autorisert markedsplass eller regulert marked i en annen EØS-stat» i gjeldende vphl. § 12-1 tredje ledd.

Ingen av de øvrige høringsinstansene har merknader til utvalgets forslag.

22.1.5 Departementets vurdering

I likhet med utvalget legger departementet til grunn at direktivet artikkel 24 i hovedsak er oppfylt i gjeldende rett. Disse reglene foreslås videreført, jf. nedenfor. I tillegg vil det være nødvendig med noen justeringer for å sikre gjennomføring av direktivet på områder hvor det per i dag ikke er fullt samsvar.

Departementet foreslår at Kredittilsynet skal være kompetent myndighet etter direktivet, jf. forslag til § 15-1 annet ledd. Departementet er enig med utvalget i at det vil være aktuelt å delegere Kredittilsynets kontroll av flaggemeldinger til Oslo Børs, jf. forslaget i § 4-2 annet ledd.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om å videreføre bestemmelsene i gjeldende vphl. § 12-2 og 12-2a (om Kredittilsynets kompetanse til å innhente opplysninger fra utstederforetak hvis omsettelige verdipapirer er opptatt til handel på norsk regulert marked og flaggepliktige investorer) i forslaget §§ 15-2 og 15-3. Videre foreslår departementet en bestemmelse om opplysningsplikten til verdipapirforetak og regulerte markeds revisorer, jf. § 15-2 sjette ledd, jf. om dette også ovenfor under pkt. 12.4.4.

I likhet med utvalget legger departementet til grunn at direktivet artikkel 24 nr. 4 bokstav a) og b) er oppfylt.

Departementet er enig med utvalget i at direktivet artikkel 24 nr. 4 bokstav c) er oppfylt gjennom bestemmelsene om pålegg om å offentliggjøre tilleggsinformasjon, jf. § 15-7 sjette ledd. Det legges opp til at regnskapskontrollforskriften § 7 vil bli videreført i ny forskrift til vphl.

Departementet er enig i at direktivet artikkel 24 nr. 4 bokstav d) og e) er oppfylt, jf. omtale i NOU 2006: 3 pkt. 7 og 9.

Bestemmelsen i gjeldende § 12-1 tredje ledd om Kredittilsynets kontroll med at norske utstedere etterlever sine plikter med hensyn til innholdet i periodisk rapportering, foreslås videreført i vphl. ny § 15-1 tredje ledd. Bestemmelsen i børsloven § 5-7 om Kredittilsynets overordnede ansvar

for at utstedere etterlever sin løpende informasjonsplikt, jf. børsforskriften kapittel 5 og 10, foreslås videreført i ny vphl. § 5-1 flg. Departementet legger, som utvalget, til grunn at direktivet artikkel 24 nr. 4 bokstav f) er oppfylt.

Etter departementets vurdering er direktivet artikkel 24 nr. 4 bokstav g) oppfylt ved at bestemmelsene i offentlighetsloven og forvaltningsloven ikke er til hinder for at Kredittilsynet kan offentliggjøre opplysninger som nevnt i direktivbestemmelsen.

I likhet med utvalget mener departementet at det er nødvendig å endre bestemmelsen i gjeldende vphl. § 12-1 tredje ledd for å tilpasse reglene til direktivet artikkel 19 og 24 nr. 2 bokstav h). Det foreslås at kontrollen med «norske utstedere» i gjeldende bestemmelse utvides til å omfatte utenlandske utstedere med Norge som hjemstat. Departementet foreslår at bestemmelsen i videreføres i ny § 15-1 tredje ledd.

Departementet legger til grunn at artikkel 24 nr. 2 bokstav h) åpner for at tilsynsmyndighetens kontroll med «information referred to in this Directive» kan delegeres til regulert marked. Etter forslag til ny § 15-1 annet ledd fører Kredittilsynet tilsyn med overholdelse av verdipapirhandelloven, herunder § 5-1 om løpende informasjonsplikt. Etter departementets vurdering bør reglene ikke være til hinder for at dagens arbeidsdeling mellom Kredittilsynet og Oslo Børs kan videreføres hva angår kontroll med løpende informasjonsplikt. Kredittilsynet vil ha det overordnede ansvaret for kontrollen, jf. forslaget til § 15-1 annet ledd, mens børsen foretar den operative kontrollen med løpende meldinger. Slik dette systemet praktiseres i dag, vil børsen normalt sanksjonere overtredelser av bestemmelser om løpende informasjonsplikt. Dersom praksisen skal fortsette, vil det være nødvendig med delegasjon av myndighet fra Kredittilsynet til børsen. Delegasjon av Kredittilsynets myndighet etter forslaget til § 15-1 annet ledd vil ikke kunne beslutes i medhold av delegasjons-hjemmelen i forslaget § 15-1 tredje ledd. Departementet foreslår derfor et nytt § 15-1 annet ledd annet punktum som gir departementet adgang til å delegere Kredittilsynets tilsyn med overholdelse av §§ 5-2 og 5-3 til regulert marked.

Hva angår direktivet artikkel 24 nr. 4 bokstav i) og Kredittilsynets adgang til bevissikring og stedlig tilsyn, vises til omtale i pkt. 12.

Når det gjelder Kredittilsynets høringsuttalelse om forslag til ny vphl. § 15-1 tredje ledd, vises det til omtale av dette ovenfor under punkt 12.2.5.

22.2 Sanksjoner

22.2.1 Norsk rett

Det vises til omtalen av norsk rett i kap. 12.6.

22.2.2 EØS-rett

Utvalget uttaler følgende om innholdet i direktivet artikkel 28 (NOU 2006: 3 side 234):

«Art. 28 nr. 1 fastslår at medlemsstatene skal, uten at det berører deres rett til å pålegge strafferettslige sanksjoner, sikre at det i henhold til nasjonal rett kan treffes hensiktsmessige administrative tiltak eller pålegges sivilrettslige sanksjoner overfor de ansvarlige personer i de tilfelle hvor bestemmelser vedtatt i henhold til direktivet ikke er blitt overholdt. Medlemsstatene skal sikre at disse foranstaltninger er effektive, rimelige og preventive.

Etter art. 28 nr. 2 skal medlemsstatene fastsette regler om at den kompetente myndighet kan opplyse offentligheten om hvilke tiltak eller sanksjoner som iverksettes for en gitt overtredelse av bestemmelser vedtatt i henhold til dette direktiv, med mindre det vil være til alvorlig skade for finansmarkedene eller vil forvolde de involverte parter uforholdsmessig stor skade.»

22.2.3 Utvalgets forslag

Om sanksjoner uttaler lovutvalget (NOU 2006: 3 side 234-235):

«Det er i utredningens kapittel 9 redegjort for Kredittilsynets forslag om innføring av overtredelsesgebyr for mindre alvorlige brudd på enkelte av verdipapirhandellovens bestemmelser.

Utvalget foreslår at Kredittilsynet skal kunne ilegge overtredelsesgebyr ved mindre alvorlige overtredelser av flaggeregulene og bestemmelsene om finansiell rapportering. Det vises til lovutkastet.

Offentlighetsloven vil regulere allmennhetens innsyn i Kredittilsynets dokumenter, herunder eventuelle vedtak om overtredelsesgebyr. Utvalget legger til grunn at dette er i samsvar med direktivet art. 28 nr. 2.»

22.2.4 Høringsinstansenes merknader

Oslo Børs uttaler:

«Oslo Børs støtter den redaksjonelle overføring av vesentlige bestemmelser fra børsforskriften til verdipapirhandelloven. Det gjelder også informasjonsplikten i forslaget kap 5 del I. Et spørsmål er om dette gjør at børsens sanksjonshjemmel bortfaller. Overtredelsesgebyr-

hjemmelen i børsloven § 2-28 gjelder jo overtredelse av børsloven med forskrifter og vesentlige overtredelser av børsens egne regler.

Men børsloven § 5-1 er jo foreslått erstattet av ny børslov § 2-19 som ikke sier noe om at børsens regler skal være «utfylling». Børsen kan da, som i dag ha informasjonspliktsregler også i egne regler som gjentar og utdyper lovens krav. Spørsmålet er om det likevel er eller bør være en begrensning som gjør at børsen ikke kan gjenta lovregler i forretningsvilkår og derved tilta seg sanksjonsmyndighet.

Dersom man mener dagens arbeidsdeling skal fortsette, kan man enten - som i dag - si at dette følger av børsreglene og derved kan sanksjoneres. Eller så bør man si noe om dette i tilknytning til børsloven § 2-19, f.eks. legge til «brudd på vphl §§ 5-2, 5-3, 5-7, 5-8, 5-9, 5-10, 5-11, 5-12, 5-13 og 5-14.». Da blir det helt klart og er bare en videreføring av dagens rettstilstand for så vidt gjelder informasjonsplikten mv.

Dette suppleres av forslag til ny børslov § 2-21 tredje ledd skal børsen ha ordninger for å påse at utstedere av omsettelige verdipapirer som er tatt opp til handel oppfyller sine forpliktelser etter vphl kap 5 og 7. Etter forslag til vphl § 15-3 skal børsen rapportere overtredelser til Kt.»

Kredittilsynet foreslår at tilsynet gis kompetanse til å ilegge overtredelsesgebyr ved brudd på reglene om løpende informasjonsplikt. Kredittilsynet uttaler:

«Utstederselskapenes løpende og periodiske informasjonsplikter følger i dag av børsloven § 5-7 og børsforskriften. Videre kan børsen til utfylling av børsloven og forskifter gitt i medhold av denne fastsatte regler og forretningsvilkår for utstederens plikter, jf børsloven § 5-1. Børsen har som nevnt i dag kompetanse til å ilegge overtredelsesgebyr ved utstedere og medlemmers brudd på børsloven eller børsforskrift, jf børsloven § 5-12 og børsforskriften, § 25-8, herunder de utfyllende regler gitt i medhold av børsloven § 5-1. Børsens gebyrkompetanse er foreslått videreført i ny børslov § 2-28, men ettersom man forslår å samle rapporteringspliktsbestemmelsene i vphl. vil børsen ikke lenger ha samme gebyrkompetanse.

For brudd på de periodiske rapporteringspliktene foreslår utvalget at Kredittilsynet på nærmere gitte vilkår kan ilegge overtredelsesgebyr, jf ny vphl. § 17-4. Forslaget er i tråd med transparencydirektivet, og harmonerer godt med dagens regnskapskontrollordning, jf dagens § 12-1 tredje ledd (ny § 15-1 tredje ledd).

Når det gjelder brudd på den løpende informasjonsplikten er det ikke foreslått noen tilsvarende hjemmel for Kredittilsynet. Forholdet

synes ikke eksplisitt omtalt i utredningen, jf likevel side 234 der arbeidsdelingen mellom Kredittilsynet og børsen er kommentert. Et spørsmål i denne sammenheng er hvorvidt det kan aksepteres at børsen inntar i sine egne forretningsvilkår regler som materielt sett er identiske med de rapporteringspliktene som foreslås inntatt i ny vphl. kapittel 5.

Uansett hvorledes dette måtte stille seg i forhold til Norges forpliktelser etter markeds- misbruks- og transparencydirektivet, vil et slikt selvregulerende regime «utenpå» den offentligrettslige, kunne virke uheldig. Aktørene vil få to regelsett å holde seg til som håndheves av to ulike organer. I forarbeidene til forrige børslov, NOU 1999:3, heter det for øvrig at børsens forretningsvilkår skal fastsettes innenfor den overliggende reguleringen i lov og forskrift, jf. f. eks pkt. 20.3 side 209 flg.

Ettersom Kredittilsynet etter gjennomføringen av markeds- misbruksdirektivet er kompetent myndighet for den løpende informasjonsplikten, og regelverket nå tas inn i ny vphl., kan det synes naturlig at Kredittilsynet gis kompetanse til å ilegge overtredelsesgebyrer for mindre alvorlige brudd på den løpende informasjonsplikten. En slik løsning vil skape konsistens i regelverket ettersom en og samme instans vil sanksjonere utstederforetak for brudd på informasjonspliktregelverket (løpende og periodisk). I forlengelsen av dette følger nevnte forslag til ny vphl. § 17-4 hvorefter Kredittilsynet skal kunne sanksjonere brudd på den periodiske informasjonsplikten. I den grad børsen fortsatt skal ha en operativ rolle i forbindelse med kontrollen av regelverket om løpende informasjonsplikt - som kan synes hensiktsmessig - bør børsen i tilfelle forberede/utrede saker før disse oversendes Kredittilsynet. En slik arbeidsdeling er i tråd med dagens praksis knyttet til vphl. kapittel 2, og harmonerer godt med dagens vphl. § 12-1 fjerde ledd/ny § 15-1 fjerde ledd).»

Ingen av de øvrige høringsinstansene har merknader til utvalgets forslag.

22.2.5 Departementets vurdering

I pkt. 12.6 ovenfor har departementet redegjort for sin generelle tilnærming i forhold til innføring av overtredelsesgebyr for mindre alvorlige brudd på enkelte av verdipapirhandellovens bestemmelser.

Etter gjeldende rett har børsen adgang til å ilegge overtredelsesgebyr for brudd på bestemmelser om løpende informasjonsplikt. Bestemmelsene om løpende informasjonsplikt foreslås videreført i vphl. ny §§ 5-2 og 5-3. Som Kredittilsynet påpeker, vil imidlertid bestemmelsen om overtredelsesgebyr i ny lov om regulert marked § 31, som videre-

fører gjeldende børslov § 5-12, ikke omfatte brudd på bestemmelser i ny vphl. Departementet er enig med Kredittilsynet i at det kan være naturlig at det fortsatt skal kunne ilegges overtredelsesgebyrer for mindre alvorlige brudd på den løpende informasjonsplikten. Departementet legger vekt på at det her dreier seg om å videreføre en innarbeidet sanksjonsform. En slik løsning vil dessuten skape konsistens i regelverket ettersom en og samme instans vil kunne sanksjonere utstederforetak for brudd på reglene om løpende og periodisk informasjonsplikt.

På denne bakgrunn foreslår departementet at det i vphl. § 17-4 nytt tredje ledd inntas en bestemmelse om at Kredittilsynet kan ilegge overtredelsesgebyr ved brudd på vphl. §§ 5-2 og 5-3.

Kredittilsynet har vist til at dersom børsen fortsatt skal ha en operativ rolle i forbindelse med kontrollen av regelverket om løpende informasjonsplikt, bør børsen i tilfelle forberede/utrede saker før disse oversendes Kredittilsynet.

Etter departementets oppfatning kan det etter omstendighetene være hensiktsmessig at børsen som et ledd i den operative kontrollen med regelverket, også gis kompetanse til å ilegge overtredelsesgebyr. Dette kan også være aktuelt ved delegasjon av myndighet fra Kredittilsynet til regulert marked i medhold av lovforslaget § 15-1 tredje ledd. Dette er spørsmål som vil vurderes nærmere. Departementet foreslår uansett en bestemmelse om at dersom Kredittilsynets myndighet delegeres til regulert marked etter § 15-1 annet ledd, skal det regulerte markedet ha adgang til å ilegge overtredelsesgebyr etter bestemmelsene i § 17-4 annet ledd, jf. § 17-4 nytt tredje ledd tredje punktum. Etter departementets vurdering vil det være naturlig at vedtak av regulert marked om illeggelse av overtredelsesgebyr behandles av børsklagenemnda. Dette er systemet etter gjeldende rett. Departementet foreslår en bestemmelse om at klage over vedtak av regulert marked følger regler om klagenemnd i lov om regulerte markeder.

Oslo Børs har i høringsuttalelsen reist spørsmål ved om børsen bør ha bestemmelser som tilsvarende lovregler om informasjonsplikt i sine forretningsvilkår, og derved tiltar seg sanksjonsmyndighet som etter loven er tillagt Kredittilsynet. Etter departementets oppfatning kan det stilles et prinsipielt spørsmål ved om børsen, som er et privat rettssubjekt, bør kunne utøve slik myndighet. Departementet antar det vil være naturlig å vurdere spørsmålet nærmere i forbindelse med den generelle gjennomgangen av sanksjonssystemet som vil bli foretatt i forbindelse med gjennomføringen av Sanksjonslovutvalgets utredning (NOU 2003: 15).

23 Domstolsprøvelse

23.1 Norsk rett

Om adgangen til domstolsprøvelse av beslutninger etter norsk rett, uttaler utvalget (NOU 2006: 3 side 236):

«Kredittilsynets beslutninger som retter seg mot en part vil være forvaltningsrettslige enkeltvedtak som kan påklages til Finansdepartementet (eller annet klageorgan). Endelige vedtak kan bringes inn for retten etter tvistemållovens regler. Børsens avgjørelser som nevnt i børslovens § 5-14 kan klages inn for børsklagenemnda, jf. børsloven § 7-1. Søksmål mot vedtak som omhandlet i § 5-14 kan i utgangspunktet ikke reises før klageadgangen er utnyttet, jf. børsforskriften § 7-3 første ledd første punktum. Klagenemnda kan imidlertid i særlige tilfeller gjøre vedtak om at det likevel kan reises søksmål mot avgjørelsen. Andre beslutninger som treffes av børs eller autorisert markeds plass vil kunne prøves for domstolene med grunnlag i alminnelige prosessrettslige regler.»

Departementet har ingen bemerkninger til utvalgets fremstilling av norsk rett.

23.2 EØS-rett

Direktivet artikkel 29 fastslår at medlemsstatene skal sikre at alle beslutninger som treffes i henhold til lover eller forskrifter som er vedtatt i henhold til direktivet, skal kunne prøves for domstolene.

23.3 Utvalgets forslag

Utvalget legger til grunn at gjeldende regler, som foreslås videreført, oppfyller direktivets krav.

23.4 Høringsinstansenes merknader

Ingen høringsinstanser har hatt merknader til utvalgets vurdering.

23.5 Departementets vurdering

Departementet deler utvalgets vurdering om at gjeldende rett oppfyller direktivets krav. Det vises til utvalgets redegjørelse for gjeldende rett på dette punktet.

Del III

*Gjennomføring av direktivet om
overtakelsestilbud mv. i norsk rett*

24 Generelt om gjennomføringen av direktivet om overtakelsestilbud mv. i norsk rett

Beskyttelse av minoritetsaksjeeiere og likebehandling av aksjeeiere er de bærende hensynene bak regler om overtakelsestilbud, jf. nærmere omtale i Ot.prp. nr. 29 (1996-97).

Direktivet om overtakelsestilbud skal skape felles rammer for overtakelsestilbud for selskaper som er opptatt til notering på regulert marked i EØS-området. Direktivet skal bl.a. sikre et felles minimumsnivå for beskyttelse av minoritetsaksjeeiere på tvers av EØS-området ved vesentlige endringer i eierforholdene i selskapene. Direktivet er nærmere omtalt i punkt 2.4.

En viktig forskjell mellom direktivet og norsk rett (både mht forhold som allerede er regulert i norsk rett og nye forhold) er at direktivet oppstiller et rammeverk for overtakelsestilbud som består av prinsipper og et begrenset antall generelle bestemmelser, mens norsk rett inneholder mer spesifikke bestemmelser og krav.

Direktivet åpner imidlertid for at det kan fastsettes mer detaljerte regler i nasjonal rett, jf. direktivets fortale punkt 26. Videre er flere av direktivets bestemmelser valgfrie, i den forstand at den enkelte medlemsstat kan velge om de ønsker å gjennomføre direktivbestemmelsene eller ikke. I tillegg er enkelte av direktivets bestemmelser utformet slik at de inneholder minimumsregler sett i forhold til gjeldende norsk rett.

Det legges opp til å videreføre det norske systemet med den mer presise og detaljerte reguleringen av overtakelsestilbud. Det anses ikke hensiktsmessig å endre det norske regelsystemet til et prinsippbasert system. Etter departementets syn vil et system basert på presise og detaljerte regler legge til rette for økt forutberegnlighet for markedsaktørene i forhold til et mer prinsippbasert system.

En regulering av oppkjøpssituasjoner vil generelt sett bidra til å legge til rette for å skape den til-

liten som anses nødvendig for et velfungerende verdipapirmarked. Utformingen av regulering av overtakelsestiasjoner må nødvendigvis balanse- res mellom hensyn av til dels ulik karakter. De sentrale hensynene bak regler om tilbudsplikt er som nevnt å sikre minoritetsaksjeeiere i målselskapet en viss beskyttelse og å sikre likebehandling av aksjeeiere. Disse hensynene må vurderes opp imot behovet for samfunnsnyttige strukturendringer i næringslivet.

Ved overtakelsestilbud skjer et kontrollskifte i selskapet. Hensynet til beskyttelse av minoritetsaksjeeierne tilsier at disse ikke skal lide økonomisk tap som følge av overtakelsen, og skal gis en mulighet til å trekke seg ut av selskapet til en akseptabel pris i form av tilbud om overtakelse av aksjer som fremsettes av oppkjøper. Aksjeeierne bør sikres tilstrekkelig tid og informasjon til å kunne foreta en vurdering av tilbudet. I en overtakelsestiasjon kan oppkjøper være villig til å betale en overkurs for aksjer i selskapet for å skaffe seg kontroll. De aksjeeierne som selger til overkurs, vil motta en situasjonsbestemt fordel som de øvrige aksjeeierne ikke får. Hensyn til likebehandling av aksjeeiere tilsier at også øvrige aksjeeiere bør ha rett på å bli løst ut av selskapet til en tilsvarende premie. Dette vil sikre aksjeeierne en pris for aksjene som gir dem del i kontrollpremien som oppkjøper betaler for å oppnå ønsket posisjon i målselskapet.

Samtidig er det viktig at reguleringen av overtakelsestilbud ikke utformes på en slik måte at de gjennom uforutsigbarhet for oppkjøper og økonomiske byrder forhindrer eller vanskeliggjør oppkjøp og strukturendringer av samfunnsnyttig karakter.

Disse hensyn er søkt balansert mot hverandre i departementets vurdering av de enkeltpørsmål som drøftes i det følgende.

25 Virkeområde og sentrale definisjoner

25.1 Saklig virkeområde

25.1.1 Norsk rett

Norske regler om tilbudsplikt og frivillige oppkjøp fremgår av verdipapirhandelloven kapittel 4. Reglene gjelder aksjer som er notert på «norsk børs». Begrepet «norsk børs» forstås i tråd med definisjonen av «børs» i børsloven § 1-3 annet ledd. Reglene om overtakelsestilbud omfatter både pliktige og visse frivillige tilbud. Frivillige tilbud er nærmere omtalt i proposisjonen kapittel 27.

Det følger av vphl. § 4-1 første ledd at tilbudspliktreglene gjelder for «norsk selskap hvis aksjer er notert på norsk børs (børsnotert selskap)». Ifølge børsforskriften § 2-1 kan børsen kun ta opp aksjer utstedt av allmennaksjeselskap til notering, slik at reglene om overtakelsestilbud derfor bare er anvendelige overfor aksjer utstedt av allmennaksjeselskaper.

25.1.2 EØS-rett

Direktivets saklige og stedlige virkeområde er angitt i art. 1. Direktivet får anvendelse på alle overtakelsestilbud som er rettet mot et selskap (målselskap) hvis verdipapirer er notert på et regulert marked i en EØS-stat, jf. art. 1(1). Direktivet viser til definisjonen av regulert marked i ISD (direktiv 93/22/EØF) art. 1(13).

Begrepet «overtakelsestilbud» («takeover bids») er definert i art. 2(1) bokstav (a). Begrepene «overtakelsestilbud» og «tilbud» («bids») skal forstås som:

«a public offer (other than by the offeree company itself) made to the holders of the securities of a company to acquire all or some of those securities, whether mandatory or voluntary, which follows or has as its objective the acquisition of control of the offeree company in accordance with national law.»

Direktivet omfatter både offentlige tilbud som er fremsatt etter at kontroll er oppnådd (tilbudsgrensen passert) og offentlige tilbud fremsatt for å oppnå kontroll. Videre gjelder direktivet både ved pliktige og frivillige tilbud.

Direktivet gjelder for noterte «verdipapirer» («securities»). Uttrykket «verdipapirer» er i art. 2 bokstav (e) definert som «omsettelige verdipapirer med stemmerett». Uttrykket «omsettelige verdipapirer» er ikke nærmere definert i direktivet, se imidlertid ovenfor i pkt. 4.5 om definisjonen av dette begrepet i MiFID. Etter fortalen pkt. 11 gjelder ikke tilbudsplikten ved erverv av omsettelige verdipapirer som ikke gir rett til å stemme på ordinær generalforsamling for aksjeeiere.

Direktivet art. 1(2) unntar uttrykkelig fra direktivets virkeområde «securities issued by companies, the object of which is the collective investment of capital provided by the public», dvs. andeler i selskaper hvis formål er kollektiv investering av kapital innhentet fra allmennheten.

Etter art. 1(3) gjelder ikke direktivet overtakelsestilbud rettet mot omsettelige verdipapirer utstedt av medlemsstatenes sentralbanker. Unntaket anses ikke aktuelt for norske forhold.

25.1.3 Utvalgets forslag

For å bringe virkeområdet for de norske reglene om overtakelsestilbud i overensstemmelse med direktivet, foreslår utvalget at ordet «børs», i tråd med ISD art. 1 (3), erstattes med «regulert marked», jf. endringer foreslått gjennomgående i forslag til vphl. kapittel 4.

Når det gjelder forholdet til MiFID (direktiv 2004/39/EF), uttaler utvalget at MiFID art. 69 bestemmer at referanser i andre EU-direktiver til begreper i ISD, skal forstås som referanser til tilsvarende begreper i direktiv 2004/39/EF fra datoen for opphevelse av ISD, 30. april 2006. Henvisningen omfatter bl.a. begrepet «regulated market» som fra denne datoen skal forstås i henhold til direktiv 2004/39/EF (MiFID) art. 4(14), jf. nærmere om dette i kapittel 9.

Utvalget legger til grunn unntaket i direktivet art. 1(2) om verdipapirfond gjelder erverv av kontroll i det som etter norsk rett tilsvarer verdipapirfondet og ikke erverv av kontroll av forvaltnings-selskapet, og at dette unntaket derfor er uten aktuell betydning for norske forhold.

I forhold til norske selskaper viser utvalget til at direktivet får anvendelse på aksjer i allmennaksjeselskaper, jf. vphl. § 4-1 første ledd og børsforskriften § 2-1. Utvalget legger til grunn at grunnfondsbevis ikke omfattes av direktivet. Videre antar utvalget at obligasjoner og sertifikater faller utenfor direktivet, i og med at papirene ikke gir stemmerett. Utvalget legger til grunn at norsk rett oppfyller direktivets krav med hensyn til type instrumenter utstedt av selskaper med forretningskontor i Norge.

Når det gjelder andre omsettelige verdipapirer som kan likestilles med aksjer, bemerker utvalget at slike instrumenter i dag ikke er notert på Oslo Børs. Det har imidlertid vært notert såkalte depotbevis på Oslo Børs. Direktivet stiller krav om at norske regler om overtakelsestilbud omfatter andre omsettelige verdipapirer som kan likestilles med aksjer. Utvalget antar at slike andre omsettelige verdipapirer kan være notert på regulerte markeder i andre EØS-stater, og at de i fremtiden vil kunne bli notert på norsk regulert marked. Utvalget foreslår en bestemmelse som uttrykkelig fastsetter at også utenlandske omsettelige verdipapirer som kan likestilles med aksjer, omfattes av reglene i vphl. kapittel 4, jf. utkast til vphl. ny § 4-22 første ledd nr. 1.

25.1.4 Høringsinstansenes merknader

Sparebankforeningen slutter seg til at grunnfondsbevis ikke er omfattet av direktivet fordi grunnfondsbevisene kun har begrenset innflytelse i sparebankenes øverste organ, forstandskapet. *Sparebankforeningen* viser til at det gjennom grunnfondsbevis ikke kan oppnås slik «kontroll» som forutsatt i direktivets art. 1 a, og til fortalens punkt 11 hvor det fremgår at direktivet ikke retter seg mot oppkjøp av instrumenter som ikke har stemmerett på en ordinær generalforsamling for aksjonærer. *Sparebankforeningen* uttaler også at en tilbudspliktgrense på 1/3 (evt. 30 %) ikke kunne gis direkte anvendelse for grunnfondsbevis, ut ifra at begrunnelsen om at kontroll foreligger på dette nivå, ikke vil passe for grunnfondsbevis. Det foreligger i dag heller ingen tilbudspliktregler for grunnfondsbevis, og etter *Sparebankforeningens* vurdering bør en plikt i tilfelle vurderes i lys av grunnfondsbevisforskriften dersom det skulle vise seg å bli behov for det.

Ingen andre høringsinstanser har hatt særlige merknader på dette punktet.

25.1.5 Departementets vurdering

Regler om overtakelsestilbud foreslås inntatt i ny verdipapirhandellov kapittel 6.

Departementet slutter seg til forslaget om å erstatte «børs» med «regulert marked», jf. lovforslaget § 6-1 første ledd, § 6-17 femte ledd samt § 6-23 første ledd nr. 1, nr. 2 og tredje ledd. Dette vil bringe virkeområdet for de norske reglene om overtakelsestilbud i overensstemmelse med direktivet.

Departementet legger til grunn at direktivet vil få anvendelse på aksjer i allmennaksjeselskaper. Departementet legger i likhet med utvalget til grunn at grunnfondsbevis ikke omfattes av direktivet, siden slike instrumenter ikke har stemmerett. Departementet legger i tråd med utvalgets vurdering til grunn at også obligasjoner og sertifikater faller utenfor direktivet av samme grunn. Ut ifra dette oppfyller norsk rett direktivets krav i forhold til instrumenter utstedt av selskaper med forretningskontor i Norge.

Departementet slutter seg for øvrig til utvalgets forslag om å uttrykkelig fastsette at utenlandske omsettelige verdipapirer som kan likestilles med aksjer omfattes av reglene i vphl. kapittel 6. Slike andre omsettelige verdipapirer kan være notert på regulerte markeder i andre EØS-stater og vil i fremtiden kunne bli notert på norsk regulert marked. Det vises til lovforslaget § 6-23 første ledd nr. 1.

25.2 Stedlig virkeområde

25.2.1 Overtakelsestilbud rettet mot selskap med tilknytning til andre EØS-stater

Norsk rett

Vphl. kapittel 4 gjelder for norske selskaper notert på norsk børs. Norske tilbudspliktregler gjelder ikke selskaper som enten har forretningssted eller kun er notert i annen EØS-stat. Vphl. kapittel 4 får imidlertid i utgangspunktet anvendelse på norske selskaper notert på utenlandsk børs, dersom selskapet samtidig er notert på norsk børs. I sistnevnte tilfeller kan børsen gjøre unntak fra reglene i kapittel 4, jf. vphl. § 4-4.

EØS-rett

Det følger av direktivet art. 1(1) sammenholdt med art. 4 at direktivet gjelder overtakelsestilbud rettet mot selskaper som har forretningskontor i og er notert på et regulert marked i en EØS-stat. Direktivet omfatter både tilfeller der selskapets forretningskontor og det regulerte markedet befinner seg i samme EØS-stat, og tilfeller der selskapets forretningskontor og det regulerte markedet befinner seg i ulike EØS-stater.

Direktivet art. 4(2) inneholder regler om direktivets anvendelse for selskap med tilknytning til flere EØS-stater, og hvilken tilbudsmyndighet som skal ha ansvaret i forhold til overtakelsestilbud med tilknytning til flere medlemsstater, samt regler om lovvalg i slike tilfeller. Etter art. 4(2) a) er kompetent myndighet som hovedregel tilbudsmyndigheten i den medlemsstaten der målselskapet har sitt forretningskontor («registrered office»), dersom selskapet er notert på et regulert marked i denne medlemsstaten. Dette innebærer at for norsk selskap notert på regulert marked i Norge, avgjør norske tilbudsmyndigheter. Art. 4(2) b) til d) gir nærmere regler om kompetent myndighet i forhold til overtakelsestilbud rettet mot selskap som bare er notert i på regulert marked i en annen EØS-stat enn der det har sitt forretningskontor.

Direktivbestemmelsen er nærmere omtalt nedenfor i punkt 31.1.

Utvalgets forslag

Utvalget foreslår at det stedlige virkeområdet for vphl. kapittel 4 utvides ved at bestemmelsene skal gjelde for selskap med forretningskontor i annen EØS-stat, hvis aksjer ikke er notert på regulert marked i den stat hvor selskapet har sitt forretningskontor, men er notert på norsk regulert marked. Det foreslås også at reglene skal gjelde for selskap med forretningskontor i Norge, hvis aksjer kun er notert på regulert marked i annen EØS-stat. Reglene er foreslått inntatt i ny vphl. § 4-22 første ledd nr. 1 og 2.

For å ta hensyn til at direktivet art. 4(2) og (3) gjør modifikasjoner i anvendelsen av nasjonale regler for overtakelsestilbud rettet mot selskap som er notert i annen EØS-stat enn det har sitt forretningskontor, foreslår utvalget at departementet skal kunne fastsette nærmere regler i forskrift. Hjemmelen foreslås inntatt i ny vphl. § 4-22 annet ledd, jf. utredningen pkt. 14.1.2. Selskap med forretningskontor i Norge, med aksjer notert på regulert marked både i Norge og annen EØS-stat, er omfattet av vphl. § 4-1 første ledd.

Høringsinstansenes merknader

Finansnæringens Hovedorganisasjon støtter forslaget til endringer i stedlig virkeområde.

Departementets vurdering

Etter gjeldende norsk rett gjelder tilbudspliktreglene for norske selskaper hvis aksjer er notert på norsk børs, samt for norske selskaper notert på utenlandsk børs, dersom selskapet samtidig er

notert på norsk børs, med mindre børsen har gjort unntak.

Departementet slutter seg på bakgrunn av direktivet og utvalgets vurdering til forslaget om at det stedlige virkeområdet for vphl. kapittel 6 utvides, ved at kapittelet skal gjelde tilsvarende for selskap med forretningskontor i annen EØS-stat, hvis aksjer ikke er notert på regulert marked i den stat hvor selskapet har sitt forretningskontor, men kun på norsk regulert marked. Departementet slutter seg også til forslaget om at reglene i vphl. kapittel 6 også skal gjelde for selskap med forretningskontor i Norge, hvis aksjer kun er notert på regulert marked i annen EØS-stat. Nevnte regler foreslås tatt inn i en ny bestemmelse om overtakelsestilbud med tilknytning til flere stater. Det vises til lovforslaget § 6-23 første ledd.

Utvidelsen av tilbudspliktreglenes område nødvendiggjør en vurdering av tilsyns- og lovvalgsregler i grenseoverskridende tilfeller. Gjennomføringen av direktivet art. 4(2) og (3) tilsier en vurdering av anvendelsen av nasjonale regler for overtakelsestilbud rettet mot selskap som er notert i annen EØS-stat enn det har sitt forretningskontor. Dette er vurdert nærmere nedenfor i kapittel 31.

25.2.2 Overtakelsestilbud rettet mot selskap med tilknytning til stat utenfor EØS

Norsk rett

Vphl. kapittel 4 gjelder som nevnt ovenfor i utgangspunktet for norske selskaper som er notert på utenlandsk børs, dersom selskapet samtidig er notert på norsk børs. Det følger av vphl. § 4-4 at børsen kan gjøre unntak fra reglene om tilbudsplikt i vphl. kapittel 4 for hvis selskapets aksjer er notert på flere børser.

EØS-rett

Direktivet inneholder ikke krav til medlemsstatenes regulering av overtakelsestilbud rettet mot selskap som enten har forretningskontor utenfor EØS eller er notert i stat utenfor EØS.

Utvalgets forslag

Utvalget kan ikke se at det er behov for at norske regler om overtakelsestilbud gis anvendelse på selskap med forretningskontor i Norge med aksjer som bare er notert på regulert marked i stat utenfor EØS. I slike tilfeller må det antas at eventuelle regler om overtakelsestilbud i den stat hvor selskapet er notert, kommer til anvendelse. Uansett har tilfellet liten tilknytning til norske forhold. Utvalget

viser til at den svenske betenkningen som er omtalt nærmere i NOU 2005: 17 punkt 4.3.2.

Utvalget bemerker at selskap med forretningskontor i Norge, med aksjer notert på regulert marked i både Norge og stat utenfor EØS, i utgangspunktet er omfattet av vphl. § 4-1 første ledd. Det foreslås ingen endringer på dette punktet.

Utvalget foreslår videre at norske regler om overtakelsestilbud får anvendelse for selskap med forretningskontor i stat utenfor EØS, når aksjene er notert på norsk regulert marked. I likhet med svenske forslaget, mener utvalget dette bare bør gjelde for selskap som ikke er notert på regulert marked i den stat selskapet har sitt forretningskontor. Dersom selskapet også er notert på regulert marked i hjemlandet, antar utvalget at overtakelsestilbud bør reguleres av hjemlandets rett. Det vises til utvalgets utkast til vphl. § 4-22 første ledd.

Utvalget foreslår at tilbudsmyndigheten bør ha adgang til helt eller delvis å gi dispensasjon fra reglene om tilbudsplikt overfor selskap med forretningskontor i stat utenfor EØS, jf. utvalgets utkast til vphl. § 4-22 tredje ledd annet punktum.

Utvalget foreslår å videreføre gjeldende regel om at børsen kan gjøre unntak fra reglene i vphl. kapittel 4 for å unngå regelverkskonflikter (vphl. § 4-4) med enkelte justeringer, jf. utvalgets utkast § 4-22 tredje ledd første punktum.

Høringsinstansenes merknader

Ingen høringsinstanser har gitt merknader til utvalgets forslag på dette punktet.

Departementets vurdering

Departementet mener i likhet med utvalget at det ikke er behov for at norske regler om overtakelsestilbud gis anvendelse på selskap med forretningskontor i Norge med aksjer som bare er notert på regulert marked i stat utenfor EØS. Selskap med forretningskontor i Norge, med aksjer notert på regulert marked i både Norge og stat utenfor EØS, er imidlertid omfattet av vphl. § 4-1 første ledd.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om å videreføre at norske regler om overtakelsestilbud gjelder for selskap med forretningskontor i stat utenfor EØS, når aksjene er notert på norsk regulert marked, jf. lovforslaget § 6-23 første ledd nr. 1.

Departementet foreslår i likhet med utvalget å videreføre gjeldende regel om at børsen kan gjøre unntak fra reglene i gjeldende lovs kapittel 4 for å unngå regelverkskonflikter (jf. gjeldende vphl. § 4-4) med enkelte justeringer, jf. lovforslaget § 6-23 tredje ledd første punktum. Det vises også til omtale nedenfor i kapittel 30.

25.3 Sentrale definisjoner mv.

25.3.1 Erverv og indirekte erverv

Norsk rett

Erverv

Etter vphl. § 4-1 første ledd inntretr tilbudsplikt for den som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 40 prosent av stemmene i et norsk notert selskap.

Vphl. § 4-1 gjelder også når erververen tidligere har fremsatt frivillig tilbud, med mindre det frivillige tilbudet var fremsatt i samsvar med reglene om pliktige tilbud og dette var opplyst i tilbudsdokumentet.

I vphl. § 4-2 første ledd er det fastsatt enkelte unntak fra tilbudsplikt der tilbudspliktgrensen overskrides ved visse særskilte former for erverv. Unntakene gjelder erverv i form av arv, gave, vederlag ved skifte og vederlag ved fusjon eller fisjon av aksje- eller allmennaksjeselskap.

Børsen kan i særlige tilfeller pålegge tilbudsplikt ved slike erverv, jf. vphl. § 4-2 tredje ledd.

I vphl. § 4-3 er det fastsatt unntak fra tilbudsplikt for visse institusjoner. Tilbudsplikt etter § 4-1 inntretr ikke når en finansinstitusjon erverver aksjer i et selskap for å unngå eller begrense tap på engasjement, dersom institusjonen straks gir melding om det til børsen. Børsen kan pålegge institusjonen plikt til innen en fastsatt frist å fremsette tilbud som nevnt i § 4-1 eller å avhende aksjer slik at tilbudsplikten bortfaller.

Videre er Statens Bankinvesteringsfond unntatt fra tilbudspliktsreglene, jf. vphl. § 4-3 annet ledd.

Indirekte erverv

Etter vphl. § 4-1 annet ledd utløses tilbudsplikt ved visse former for indirekte erverv. Dette gjelder erverv av aksjer som representerer mer enn 50 prosent av stemmene i et aksjeselskap hvis vesentligste virksomhet består i å eie aksjer i målselskapet, jf. annet ledd nr. 1, og andel i ansvarlig selskap som eier aksjer i selskap som nevnt i første ledd, der andelshaverne bare er nærstående som nevnt i § 1-4, jf. annet ledd nr. 2.

Det følger av vphl. § 4-1 fjerde ledd at dersom erverv av rett til å bli eier av aksjer må anses som reelt erverv av aksjene, kan børsen pålegge tilbudsplikt for den som gjennom slikt erverv får rett til å bli eier av aksjer som sammen med vedkommedes øvrige aksjer representerer mer enn 40 prosent av stemmene i et børsnotert selskap.

EØS-rett

Art. 5(1) stiller krav om nasjonale regler om tilbudsplikt for den som ved erverv «direkte eller indirekte» oppnår en angitt prosentandel av stemmene i et selskap notert på regulert marked som gir vedkommende kontroll over et selskap.

Utvalgets forslag

Erverv

Utvalget viser til at art. 5(1) oppstiller en helt generell bestemmelse om krav til tilbudsplikt, og det er derfor nødvendig med visse presiseringer og unntak ved den nasjonale gjennomføringen av bestemmelsen. Utvalget foreslår at de særskilte bestemmelsene for visse typer erverv i vphl. § 4-2 første og tredje ledd, samt unntaket for finansinstitusjoners erverv av aksjer for å unngå eller begrense tap på engasjement etter vphl. § 4-3, videreføres. Utvalget uttaler til dette (NOU 2005: 17 punkt 5.2):

«De nevnte unntak innebærer ingen vesentlig begrensning av tilbudspliktreglenes nedslagsfelt, og må anses for å være i overensstemmelse med direktivets prinsipper om likebehandling av aksjeeiere, jf. art. 3(1) bokstav a). Utvalget vil samtidig understreke at tilbudsmyndigheten ved praktiseringen av reglene må sikre at direktivets prinsipper overholdes.»

Utvalget legger til grunn regelen om at børsen kan pålegge tilbudsplikt for erverv som i utgangspunktet er unntatt fra tilbudsplikt, jf. vphl. § 4-1 fjerde ledd, samt tolkningen og praktiseringen av bestemmelsen, kan videreføres. Utvalget uttaler til dette (NOU 2005: 17 punkt 5.2):

«Det kan stilles spørsmål om direktivets vilkår i art. 5(1) om «acquisition» og «securitites» omfatter erverv av opsjoner, konvertible obligasjoner, tegningsrettigheter og lignende rettigheter til aksjer. Dette har betydning i forhold til vphl. § 4-1 fjerde ledd hvorefter børsen kan pålegge tilbudsplikt dersom erverv av rett til å bli eier av aksjer må anses som reelt erverv. Et slikt reelt erverv vil i henhold til forarbeidene og praksis foreligge der avtalen reelt og økonomisk sett må regnes som et erverv av aksjene. Utvalget har ikke registrert behov for å endre gjeldende regler. Under henvisning til det som er sagt foran mht. adgangen til å gjøre presiseringer i forhold til direktivets bestemmelser, antar utvalget at vphl. § 4-1 fjerde ledd samt tolkningen og praktiseringen av bestemmelsen kan videreføres.»

Under henvisning til at Statens Bankinvesteringsfond er lagt ned, foreslår utvalget å oppheve

unntaket fra tilbudsplikt for fondet, jf. vphl. § 4-3 annet ledd.

Indirekte erverv

Utvalget forstår direktivet art. 5(1) slik at direktivet ikke er til hinder for at gjeldende regler om indirekte erverv i vphl. kapittel 4 videreføres, jf. NOU 2005: 17 punkt 5.3. Utvalget legger således til grunn at bestemmelsen i vphl. § 4-1 annet ledd om indirekte erverv kan opprettholdes.

Utvalget drøfter videre om det bør innføres regler om indirekte erverv som går lenger enn det som kreves etter direktivet.

Utvalget foreslår at reglene i vphl. § 4-1 annet ledd nr. 2 skal gjelde for kommandittselskaper. Utvalget uttaler (NOU 2005:17 punkt 5.3):

«Utvalget har vurdert hvorvidt reglene om indirekte erverv bør utvides til også å omfatte andeler i andre mellomliggende selskaper enn aksjeselskap og ansvarlig selskap. Utvalget viser særlig til at eierandeler i selskaper notert på regulert marked vil kunne eies indirekte gjennom kommandittselskaper. Både formålet bak tilbudspliktreglene, og hensynet til å unngå omgåelse, taler for at erverv gjennom et mellomliggende kommandittselskap bør omfattes av reglene om tilbudsplikt ved indirekte erverv. De likhetstrekk som foreligger mellom kommandittselskaper og ansvarlige selskaper mht. stemmerett og krav til enstemmighet tilsier at indirekte erverv gjennom kommandittselskap bør følge samme regel som indirekte erverv gjennom ansvarlig selskap.»

Utvalget viser til at indirekte erverv kan skje gjennom ulike utenlandske foretaksformer. Utvalget foreslår at det i lovteksten klargjøres at utenlandske mellomliggende foretak omfattes av reglene om indirekte erverv. For aksje- og allmennaksjeselskaper, ansvarlige selskaper og kommandittselskaper foreslår utvalget at dette gjøres ved at bestemmelsene i vphl. § 4-1 annet ledd nr. 1 og 2 gis anvendelse for tilsvarende utenlandske selskap.

Utvalget peker videre på at det vil kunne finnes andre utenlandske foretaksformer som bør omfattes av reglene om indirekte erverv. Det vil ikke være mulig å angi uttømmende i loven hvilke foretaksformer som omfattes. Utvalget foreslår på denne bakgrunn at det regulerte markedet gis myndighet til å beslutte at også erverv gjennom andre mellomliggende utenlandske foretak skal regnes som indirekte erverv etter § 4-1 annet ledd, jf. utkast til vphl. § 4-1 annet ledd ny nr. 3.

Høringsinstansenes merknader

Ingen høringsinstanser har merknader til utvalgets forslag på dette punkt.

Departementets forslag

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at de særskilte bestemmelsene for visse typer erverv i gjeldende vphl. § 4-2 første og tredje ledd, samt unntaket for finansinstitusjoners erverv av aksjer for å unngå eller begrense tap på engasjement etter gjeldende vphl. § 4-3, videreføres. Bestemmelsene inntas i lovforslaget hhv. § 6-2 og § 6-3. Departementet foreslår også en hjemmel i § 6-1 fjerde ledd til å fastsette forskrift som pålegger tilbudsplikt ved erverv av rettigheter eller andre interesser knyttet til aksjer, jf. nærmere omtale i spesialmerkningen til § 6-1.

Departementet er enig i å videreføre regelen om at tilbudsmyndigheten kan pålegge tilbudsplikt for erverv som i utgangspunktet er unntatt fra tilbudsplikt. Det vises til utvalgets vurderinger, som departementet slutter seg til, jf. forslaget § 6-2 annet ledd.

Når det gjelder indirekte erverv, slutter departementet seg til forslaget om at erverv gjennom kommandittselskaper skal omfattes av reglene i lovforslaget § 6-1. Det vises i likhet med utvalget til formålet bak tilbudspliktreglene, og hensynet til å unngå omgåelse.

Departementet slutter seg videre til utvalgets forslag om å klargjøre i lovteksten at utenlandske mellomliggende foretak omfattes av reglene om indirekte erverv, ved at reglene gis anvendelse for tilsvarende utenlandske selskap som aksje- og allmennaksjeselskaper, ansvarlige selskaper og kommandittselskaper, se lovforslaget § 6-1 annet ledd.

Departementet viser i den forbindelse til at det kan tenkes andre utenlandske foretaksformer som faller utenfor disse reglene, og at det vil være umulig å angi uttømmende hvilke foretaksformer som bør omfattes. På denne bakgrunn slutter departementet seg til forslaget om at tilbudsmyndigheten gis myndighet til å beslutte at også erverv gjennom andre mellomliggende utenlandske foretak skal regnes som indirekte erverv etter § 4-1 annet ledd, jf. lovforslaget § 6-1 annet ledd nr. 3.

Departementet slutter seg videre til forslaget om å oppheve unntaket fra tilbudsplikt for Statens Bankinvesteringsfond, da det nå er lagt ned. Forslaget innebærer opphevelse av gjeldende vphl. § 4-3 annet ledd.

25.3.2 Konsolidering*Norsk rett*

Det er gitt regler om konsolidering i vphl. § 4-5. I forhold til reglene om tilbudsplikt regnes like med en aksjeeiers egne aksjer, aksjer som eies eller erverves av nærstående som nevnt i § 1-4, jf. § 4-5 første ledd. Ifølge annet ledd avgjør børsen om det skal foretas identifikasjon etter første ledd. Børsens vedtak skal meddeles deltakerne i den identifiserte gruppen.

Som noens nærstående menes etter vphl. § 1-4

1. ektefelle eller en person som vedkommende bor sammen med i ekteskapslignende forhold,
2. mindreårige barn til vedkommende selv, samt mindreårige barn til en person som nevnt i nr. 1 som vedkommende bor sammen med,
3. selskap innen samme konsern som vedkommende,
4. selskap hvor vedkommende selv eller noen som er nevnt i nr. 1, 2 eller 5, har slik innflytelse som nevnt i aksjeloven og allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd eller selskapsloven § 1-2 annet ledd,
5. noen som det må antas at vedkommende har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument.

Ifølge vphl. § 4-2 annet ledd inntreffer tilbudsplikt etter § 4-1 ikke ved erverv fra en vedkommende er identifisert med etter § 4-5, med mindre erververen alene eller sammen med en eller flere av de nærstående passerer tilbudspliktgrensen som følge av ervervet.

EØS-rett

Det følger av direktivet art. 5(1) at det ved vurderingen av om grensen for tilbudsplikt er nådd, skal erververens stemmeandel legges sammen med en eventuell stemmeandel til fysiske og juridiske personer som erververen handler i forståelse med («persons acting in concert»). Uttrykket «persons acting in concert» er nærmere definert i art. 2(1) bokstav (d):

««persons acting in concert» shall mean natural or legal persons who cooperate with the offeror or the offeree company on the basis of an agreement, either express or tacit, either oral or written, aimed either at acquiring control of the offeree company or at frustrating the successful outcome of a bid»

I direktivet art. 2(2) er det gitt en særlig bestemmelse om konsolidering av organisatoriske

nærstående. Selskap som kontrolleres av en fysisk eller juridisk person i henhold til direktiv 2001/34/EF om opptak til offisiell notering mv. (opptaksdirektivet) art. 87, skal alltid konsolideres i forhold til direktivets tilbudspliktregler. Art. 87 i opptaksdirektivet er en ordrett videreføring av art. 8 i rådsdirektiv 88/627/EØF om krav til hvilke opplysninger som skal offentliggjøres ved erverv eller avhendelse av en betydelig eierandel i et notert selskap (flaggedirektivet).

Det vises til utvalgets nærmere omtale i NOU 2005: 17 punkt 5.4.

Utvalgets forslag

Utvalget foretar i NOU 2005: 17 punkt 5.4 en nærmere gjennomgang av hvorvidt direktivets regler om konsolidering anses for gjennomførte i norsk rett.

Utvalget foreslår å videreføre reglene i vphl. § 1-4 nr. 1 og 2 om at visse personlige nærstående til erververen, herunder ektefeller og mindreårige barn, konsolideres med erververen uavhengig av om disse handler i forståelse med erververen.

Utvalget foreslår også å videreføre reglene i vphl. § 1-4 nr. 3 og 4 om konsolidering av visse organisatorisk nærstående.

Utvalget foreslår at det presiseres i verdipapirhandelloven at tilbudsplikt inntreer uavhengig av om ervervet foretas av vedkommende selv eller av vedkommendes nærstående som angitt i vphl. § 1-4, jf. utkast til vphl. § 4-5 første ledd nytt annet punktum. Utvalget uttaler bl.a. følgende om dette (NOU 2005: 17 punkt 5.4):

«Verdipapirhandelloven § 1-4 nr. 2 og 4 gir isolert sett ikke anvisning på konsolidering ved erverv som foretas av mindreårige etter nr. 2 eller noen som er kontrollert i henhold til nr. 4. I henhold til begge disse bestemmelsenes ordlyd går konsolideringen bare en vei – fra en aksjeeier til den mindreårige eller kontrollerte. Etter ordlyden er det altså slik at barnet er nærstående til aksjeeieren, mens mor og far ikke er nærstående av sine barn. Tilsvarende er den kontrollerende personlige eier, stiftelse eller staten (som fordi det ikke er selskap ikke omfattes av konserndefinisjonen) ikke nærstående av den kontrollerte. Siden konsolidering i seg selv ikke utløser tilbudsplikt er det etter vphl. § 1-4 uklart om erverv som foretas av den mindreårige eller den kontrollerte alene utløser tilbudsplikt. I forhold til reglene om tilbudsplikt regnes som like med en aksjeeiers egne aksjer, «aksjer som eies eller erverves av nærstående», jf. vphl. § 4-5 første ledd. Dette tilsier at også den mindreårige og den kontrollerte

skal konsolideres med vedkommende aksjeeier.»

Utvalget viser til at deres forståelse har støtte i NOU 1996: 2 s. 115. Utvalget uttaler videre (NOU 2005: 17 punkt 5.4):

«Ordlyden i vphl. § 4-5 første ledd er imidlertid ikke helt treffende, og en hjemmel for konsolidering vil derfor måtte bygge på en utvidende tolkning basert på forarbeider og reelle hensyn. Oslo Børs har i uttalelse i brev av 7. mars og 22. mars 2000, inntatt i Oslo Børs' Vedtak og uttalelser 2000 s. 87 flg., lagt tilsvarende rettsoppfatning til grunn. Utvalget foreslår at det presiseres i verdipapirhandelloven at tilbudsplikt inntreer uavhengig av om ervervet foretas av vedkommende selv eller av vedkommendes nærstående som angitt i vphl. § 1-4. Når det gjelder spørsmålet om den nærmere plasseringen av bestemmelsen, viser utvalget til at nærståendedefinisjonen i vphl. § 1-4 også gjelder i forhold til reglene om ansattes egenhandel, jf. vphl. § 2a-6 og reglene om flagging, jf. vphl. § 3-2. Utvalgets mandat omfatter ikke egenhandelsreglene, mens flaggereglerne skal behandles av utvalget i separat utredning. Utvalget foreslår på denne bakgrunn at nevnte presisering av konsolideringsreglene plasseres i vphl. § 4-5 første ledd og at en eventuell vurdering i forhold til flaggereglerne foretas i utvalgets kommende utredning.»

Utvalget forslår å videreføre bestemmelsen i vphl. § 4-2 om at tilbudsplikten ikke inntreer ved erverv fra noen som erververen er identifisert med etter vphl. § 4-5, med mindre erververen alene eller sammen med flere av de nærstående passerer tilbudsplikten som følge av ervervet. Bestemmelsen foreslås imidlertid flyttet til § 4-1 nytt sjette ledd.

Utvalget drøfter også om det er behov for endringer mht. unntaket i § 4-2 annet ledd om overføringer innenfor konsolidert gruppe. Utvalget uttaler bl.a.:

«Utvalget viser til at tilbudspliktreglene ikke bør forhindre hensiktsmessig restrukturering av selskaper. På den annen side er utvalget bekymret for å lage unntaksregler som innebærer en uthuling av tilbudsplikten gjennom unntak som reelt åpner for kontrollskifte uten tilbudsplikt ved enkeltstående overdragelser eller overdragelser som ledd i en kjede av transaksjoner.

Når det gjelder overdragelser innenfor konsern, er utvalget av den oppfatning at tilbudsplikt normalt ikke bør inntre ved overføring av aksjer til et heleid datterselskap opprettet for dette formål. Det kan også tenkes tilfeller der

det bør kunne gjøres unntak fra tilbudsplikt også ved andre overdragelser innen konsolidert gruppe etter vphl. § 1-4 nr. 3 og 4. Det er for det første et spørsmål om man i tråd med børsens uttalelse referert ovenfor bør kunne unnta overdragelser til heleid datterselskap hvis vesentlige virksomhet er en annen enn å eie de noterte aksjene, samt overføringer til datterselskaper kontrollert gjennom lavere eierandeler enn 100 prosent og mellom konsernselskap med slik tilknytning.

De hensyn som kan begrunne unntak fra tilbudsplikten ved overdragelser innen konsern, vil sjelden være like sterke ved overdragelser innen grupper som er konsolidert på grunnlag av forpliktende samarbeid. Mulighetene for at slike overdragelser utgjør omgåelser av tilbudsplikten er også sterkere. Utvalget antar derfor at unntak fra tilbudsplikten i slike tilfeller sjelden vil være aktuelt. Ovennevnte vedtak av børsstyret viser imidlertid at også interne overdragelser innen gruppe som er konsolidert på annet grunnlag enn etter vphl. § 1-4 nr. 3 og 4, i enkelte tilfeller bør kunne unntas fra tilbudsplikt.»

Utvalget foreslår at tilbudsmyndigheten gis hjemmel til å gjøre unntak fra tilbudsplikten ved overdragelser innen konsoliderte grupper, jf. forslag til vphl. § 4-2 nytt tredje ledd. I forhold til tilbudsmyndighetens avgjørelse, uttaler utvalget (NOU 2005: 17 punkt 5.4):

«Skjønnskemaet vil være om overdragelsen utgjør et kontrollskifte, eller kan utgjøre et ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte. Tilbudsmyndigheten kan i tråd med alminnelige forvaltningsrettslige regler sette vilkår for slikt unntak, for eksempel om at tilbudsplikten utløses av en senere overdragelse av aksjene i det mellomliggende selskap eller annen senere transaksjon som gir dette karakter av kontrollskifte. Utvalget vil presisere at unntaksadgangen vil være snevrere ved konsolidering på bakgrunn av personlig nærstående eller forpliktende samarbeid enn ved overdragelser innen konsoliderte grupper etter vphl. § 1-4 nr. 3 og 4, fordi de hensyn som tilsier at det gjøres unntak i mindre grad vil være til stede når konsolidering skjer på bakgrunn av personlig nærstående eller forpliktende samarbeid.»

Høringsinstansenes merknader

Ingen høringsinstanser har merknader.

Departementets forslag

Departementet er enig i utvalgets vurdering for så vidt gjelder forslag om å videreføre reglene i vphl.

§ 1-4 nr. 1 og 2 om at visse personlige nærstående til erververen, herunder ektefeller og mindreårige barn, konsolideres med erververen uavhengig av om disse handler i forståelse med erververen. Videre er departementet enig i utvalgets forslag om å videreføre reglene i vphl. § 1-4 nr. 3 og 4 om konsolidering av visse organisatorisk nærstående.

Et særlig spørsmål er om bestemmelsen i nr. 4 også omfatter særlovselskaper opprettet med hjemmel i egen lov. Etter lovens ordlyd er det krav om «innflytelse som nevnt i aksjeloven og allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd eller selskapsloven § 1-2 annet ledd». Konsolideringsbestemmelsen i nr. 4 forutsetter etter departementets vurdering at den bestemmende innflytelse utøves på grunnlag av den eierinnflytelse som følger av de aktuelle lover (eller tilsvarende utenlandske lover). Bestemmelsen omfatter således selskaper som er opprettet og organisert etter aksjeloven, allmennaksjeloven og selskapsloven, og ikke særlovselskaper.

Når det gjelder bestemmelsen i vphl. § 1-4 nr. 5 om konsolidering mellom aksjeeier og «noen som det må antas at vedkommende har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument», foreslår utvalget ingen endring i gjeldende rett. Etter direktivet art. 5(1) skal det konsolideres i tilfeller erverver opptre i forståelse med («persons acting in concert»). Dette begrepet er definert i direktivets art. 2 (1) bokstav (d):

««persons acting in concert» shall mean natural or legal persons who cooperate with the offeror or offeree company on the basis of an agreement, either express or tacit, either oral or written, aimed either at acquiring control of the offeree company or at frustrating a bid».

Etter departementets vurdering er vphl. § 1-4 nr. 5 i overensstemmelse med direktivet, men ordlyden i verdipapirhandelloven er noe annerledes enn direktivets ordlyd. For å klargjøre bestemmelsens rekkevidde, foreslås det derfor å gjennomføre direktivets art. 2 (1) bokstav (d), jf. art. 5 (1), særskilt i norsk rett.

Det kan reises spørsmål om hvordan nevnte bestemmelse mest hensiktsmessig bør presiseres i lovteksten. Et alternativ er å gjennomføre art. 2 (1) bokstav (d) i konsolideringsbestemmelsen i lovens kapittel om tilbudsplikt og frivillige tilbud ved oppkjøp (dagens § 4-5). En innvending mot denne tilnærmingen er at bestemmelsen ikke inneholder de nærmere vilkårene for konsolidering, dvs. kravene til når to eller flere personers eierandeler skal ses som en. For å unngå gjentakelse av de nærmere vilkårene for konsolidering, anses det

derfor som mer hensiktsmessig å utdype den generelle definisjonen av «forpliktende samarbeid». En ulempe her er at dagens vphl. § 1-4 nr. 5 gjelder generelt, dvs. også i forhold til f. eks lovens melde- og flaggepliktsbestemmelser. Dette bør likevel ikke være en vesentlig innvending, jf. nedenfor.

Departementet foreslår at direktivets art. 2 (1) bokstav (d) gjennomføres ved følgende tillegg i lovforslaget § 2-5 (endringer i forhold til gjeldende bestemmelse i kursiv):

«...noen som det må antas at vedkommende har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument, *herunder samarbeid der et tilbud vanskeligliggjøres eller hindres.*»

Henvisningen til «tilbud» bør gjøre det klart at presiseringen av hva et samarbeid kan gå ut på, kun er aktuell der det er snakk om erverv av en kontrollerende del av et målselskap. Etter direktivet er det kun et vilkår at samarbeidet er «aimed at frustrating the successful outcome of a bid», dvs. at samarbeidet kun behøver å ha til hensikt å forhindre et konkurrerende bud. Det antas imidlertid ikke å være nødvendig å gjennomføre art. 2 (1) bokstav (d) ord for ord. Direktivet vil her som ellers være en viktig faktor når den norske gjennomføringsbestemmelsen skal forstås og anvendes. For øvrig benyttes «lægge hindringer i vejen for tilbudet» i den danske direktivversjonen, men «vanskeligliggjøres eller hindres» antas å være mer dekkende for verdipapirhandellovens del.

Departementet slutter seg for øvrig til forslaget om å presisere i verdipapirhandelloven at tilbudsplikt inntreer uavhengig av om ervervet foretas av vedkommende selv eller av vedkommendes nærstående som angitt i vphl. § 2-5, jf. forslag til vphl. § 6-5 første ledd nytt annet punktum. Det vises til utvalgets vurderinger, som departementet i hovedsak slutter seg til.

Departementet slutter seg til forslaget om at tilbudsmyndigheten gis hjemmel til å gjøre unntak fra tilbudsplikten ved overdragelser innen konsoliderte grupper, jf. forslag til vphl. § 6-2 tredje ledd.

25.3.3 Tvangsinnløsningsreglenes stedlige virkeområde

Norsk rett

Det er gitt regler om tvangsinnløsning av og innløsningsrett for minoritetsaksjonærer i allmennaksjeloven § 4-25. Retten til å kreve innløsning gjelder generelt, uavhengig av om det skjer i tilknytning til et offentlig tilbud av selskapets aksjer. Etter asal. § 1-1 gjelder allmennaksjeloven ethvert selskap som er registrert som allmennaksjeselskap i Foretaksregisteret. Regler om tvangsinnløsning i selskap med forretningskontor i annet land vil følge av vedkommende lands selskapsrettslige regler.

EØS-rett

Etter direktivet art. 15 kreves at medlemsstatene har regler om tvangsinnløsning. Dersom selskapet har forretningskontor i annen EØS-stat enn det er notert, følger det av direktivet art. 4(2) bokstav (e) at spørsmål knyttet til selskapsrett skal behandles i henhold til reglene i den stat der målselskapet har forretningskontor.

Utvalgets forslag

Utvalget ser ikke behov for å endre anvendelsesområdet for norske regler om tvangsinnløsning av og innløsningsrett for minoritetsaksjeeiere.

Høringsinstansenes merknader

Ingen høringsinstanser har gitt merknader.

Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets vurdering av at det ut i fra gjennomføring av direktivet om overtakelsestilbud ikke er behov for å endre anvendelsesområdet vedrørende stedlig virkeområde for norske regler om tvangsinnløsning av og innløsningsrett for minoritetsaksjeeiere. Det vises for øvrig til omtale i kapittel 30.

26 Pliktige tilbud

26.1 Tilbudspliktgrensen

26.1.1 Norsk rett

Det følger av vphl. § 4-1 første ledd at tilbudsplikt inntreffer for den som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 40 prosent av stemmene i et norsk selskap som er notert på norsk børs. I vphl. § 4-1 annet ledd slås nærmere fast hva som menes med «erverv». Det er gitt enkelte unntak fra tilbudsplikten for visse typer erverv, jf. vphl. § 4-2, og for visse typer institusjoner, jf. vphl. § 4-3. Børsen er gitt hjemmel til å gjøre unntak fra tilbudspliktreglene i vphl. kapittel 4 der selskapets aksjer er notert på flere børser, jf. vphl. § 4-4.

26.1.2 EØS-rett

Etter art. 5(1) skal medlemsstatene ha regler om tilbudsplikt for den som ved erverv oppnår kontroll over et selskap notert på et regulert marked. Det skal fastsettes en terskel for når kontroll anses oppnådd, uttrykt som prosentvis andel av stemmene i målselskapet (tilbudspliktgrensen). Medlemsstatene fastsetter selv tilbudspliktgrensen og metoder for beregning av denne, jf. art. 5(3).

Det fremgår av art. 5(6) at medlemsstatene kan fastsette ytterligere tiltak og bestemmelser for beskyttelse av aksjeeierne i målselskapet så lenge slike tiltak og bestemmelser ikke forhindrer et normalt forløp av et tilbud.

I NOU 2005: 17 kapittel 6.3 gjør utvalget rede for nasjonal rett i Storbritannia, Sverige, Danmark, Finland og enkelte andre EØS-land.

26.1.3 Utvalgets forslag

Utvalget legger til grunn at direktivets krav til særskilt tilbudspliktgrense og regler for beregning av grensen allerede er gjennomført i norsk rett ved at slike regler er fastsatt i vphl. kapittel 4. I tråd med sitt mandat vurderer utvalget om det uavhengig av direktivet er behov for endringer i de norske reglene om tilbudsplikt. Når det gjelder bakgrunnen for tilbudspliktreglene, uttaler utvalget bl.a. (NOU 2005: 17 punkt 6.4.1):

«Hovedhensynet bak regler om tilbudsplikt er beskyttelse av minoritetsaksjeeierne i målselskapet, særlig ved at disse skal gis muligheten til å selge sine aksjer når kontrollen i selskapet endres til en pris som sikrer dem en del av den kontrollpremien tilbyder har betalt for sin posisjon i målselskapet. Samtidig skal tilbudspliktreglene hensynta behovet for strukturendringer i næringslivet.

I tillegg til den endring av maktforholdene i målselskapet et kontrollskifte medfører, kan kontrollskiftet medføre en svekkelse av aksjenes likviditet ved at en betydelig andel av aksjene besittes av én aksjeeier. Svekkelse av aksjenes likviditet vil igjen kunne medføre lavere aksjekurs.

Tilbudspliktsregler innebærer en kostnads- og administrasjonsmessig ulempe for den aksjeeier som overtar kontrollen i et selskap. Det er derfor viktig at tilbudspliktreglene utformes slik at det ikke påløper unødvendige kostnader knyttet til strukturendringer i næringslivet.»

Som utgangspunkt for sin vurdering uttaler utvalget:

«Utvalget viser til at tilbudspliktgrensen og andre tiltak må fastsettes etter en helhetsvurdering hvor hensynet til samtlige berørte interesser blir ivarettatt i tilstrekkelig grad. Utvalget finner det hensiktsmessig å bygge på det gjeldende system for tilbudsplikt som fremgår av vphl. kapittel 4, men vil søke å finne frem til regler som antas å gi økt treffsikkerhet for situasjoner som innebærer et kontrollskifte i selskapet.»

Utvalget gjør rede for sine generelle betraktninger mht. tilbudspliktgrensen, jf. i NOU 2005: 17 punkt 6.4.1. Etter utvalgets oppfatning er det norske markedet for noterte aksjer fremdeles relativt lite i europeisk sammenheng. Utvalget viser til at aksjeeierstrukturen er preget av relativt høy eierkonsentrasjon. Videre viser utvalget til at andelen utenlandske eiere har økt betydelig siden 1995. Utvalget anfører at utnyttelse av adgangen til å eie egne aksjer innebærer at den praktiske tilbudspliktgrensen heves, samt at faktisk fremmøte på generalforsamling vil få betydning for når kontroll

foreligger. Etter utvalgets syn gir tolkningen av aksjelovgivningens og konkurranserettens regler om bestemmende innflytelse liten veiledning mht. fastsettelsen av tilbudspliktgrensen, som må fastsettes ut i fra verdipapirrettslige hensyn.

Når det gjelder den norske tilbudspliktgrensen sett i forhold til andre land, uttaler utvalget (NOU 2005:17 punkt 6.4.2):

«Den norske tilbudspliktgrensen på 40 prosent ligger høyere enn hva som er foreslått eller gjelder i de andre nordiske landene, bortsett fra Island. Videre har bl.a. også Storbritannia, Tyskland og Frankrike en lavere tilbudspliktgrense. Utvalget viser til utredningen pkt. 6.3 over hvor gjeldende og foreslåtte regler om overtakelsestilbud i utvalgte EØS-stater er beskrevet. Etter utvalgets vurdering er det særlig grunn til å ta hensyn til reglene for overtakelsestilbud i de nordiske markedene og det toneangivende markedet i Storbritannia. Tendensen i Europa de senere år har vært at terskelen for tilbudsplikten senkes. Utvalget viser særlig til at man i Sverige senket grensen fra 40 prosent til 30 prosent i 2003, og at et lovutvalg i Finland har foreslått å sette tilbudspliktgrensen til 30 prosent.

Utvalget er av den oppfatning at harmonisering av eller en tilnærming mot den tilbudspliktgrense som gjelder i øvrige nordiske land samt Storbritannia har betydelig egenverdi. Med økt internasjonalisering og integrerte finansmarkeder vil det være en fordel at tilbudspliktgrensen er noenlunde i samsvar med grensen i nevnte land. Utvalget nevner også at integreringen av finansmarkedene de senere år i økende grad medfører at de nordiske børsene oppfattes som ett felles marked. Stor andel utenlandske investorer i det norske markedet, tilsier også at harmonisering av regelverket er viktig for at det norske markedet fortsatt skal oppfattes som attraktivt for utenlandske investorer. En senkning av tilbudspliktgrensen vil kunne ha gunstige samfunnsmessige virkninger i form av økt tillit til det norske verdipapirmarkedet.»

Etter en samlet vurdering tilrår utvalget at tilbudspliktgrensen senkes.

Utvalget er imidlertid delt mht. hvor mye grensen bør senkes.

Utvalgets flertall (Sæbo, Bjørland, Broch Mathisen, Harto, Espolin Johnson og Økland) anbefaler at grensen senkes til 1/3 av stemmene. Flertallet viser bl.a. til følgende:

«Tilbudspliktgrensen vil da sammenfalle med grensen for negativ kontroll. En andel på 1/3 av stemmene gir aksjeeieren muligheten til å blokkere viktige selskapsavgjørelser, som

beslutning om forhøyelse av aksjekapitalen og beslutning om fusjon. En grense på 1/3 av stemmene medfører også en noe mer forsiktig endring, samtidig som man nærmer seg det nivå som gjelder i de andre nordiske landene og Storbritannia.»

Utvalgets mindretall (Degré, Thrane og Vihovde) viser til at 30 prosent synes å være den grensen flere av de nevnte land har valgt eller kommer til å velge, og at harmoniseringshensyn taler for at denne grensen også velges i norsk rett. Mindretallet viser til at det er faktisk kontroll og ikke negativ kontroll som søkes regulert. Det vises dessuten til at en aksjeeier med 30 prosent normalt også vil ha negativ kontroll på generalforsamlingen.

26.1.4 Høringsinstansenes merknader

Flertallets forslag om at grensen senkes til 1/3 av stemmene, støttes av *Handels- og Servicenæringens Hovedorganisasjon (HSH)*, *Kredittilsynet*, *Landsorganisasjonen i Norge (LO)*, *Norges Fondsmeglerforbund* og *Næringslivets Hovedorganisasjon (NHO)*.

Norges Fondsmeglerforbund uttaler at en grense på 1/3 er den mest treffende ut fra norske forhold, og uttaler videre:

«Sammenlignet med andre land, for eksempel Sverige, er norske selskaper gjennomgående små og med et nokså lite innslag av privatpersoner som aksjonærer. Eierstrukturen i norske selskaper er således normalt ikke så spredt at kontrollskifte skjer på et lavt nivå. Vi mener derfor at det ut fra hensynet til aksjonærene i norske selskaper, ikke er nødvendig å senke tilbudspliktsgrensen ned til 30 pst. slik grensen er i Sverige og England. Vi mener at det er riktig å gå gradvis og skrittvis frem og at det er den beste løsningen å vinne noen års erfaring med en 1/3 grense før eventuell ytterligere reduksjon vurderes.»

NHO gir uttrykk for støtte til flertallets vurdering og avveining av de ulike hensyn som taler i ulik retning i forhold til hvor lavt man skal sette en tilbudspliktsterskel, og uttaler:

«Både størrelsen på det noterte marked, eierkonsentrasjon, andre selskapsrettslige og verdipapirhandelsrettslige forhold, ulike terskler for «kontroll» i selskapsrettslig sammenheng, risiko for manglende forsøk på overtakelse ved for lav tilbudspliktsterskel samt muligheten til å unndra minoritetsaksjonærenes berettigede kontrollpremie, konkurranserettslige forhold, samt et eventuelt harmoniseringsbehov mot andre land, er vurdert.

Utvalgets flertall har etter denne samlede vurdering anbefalt at tilbudspliktterskelen senkes til en tredjedel av stemmene, og legger avgjørende vekt på sammenfall med grensen for negativ kontroll. Som nevnt ovenfor, slutter NHO seg til forslaget og begrunnelsen. NHO er dermed ikke enig med utvalgets mindretall som synes å legge avgjørende vekt på harmoniseringshensynet når de foreslår å redusere terskelen til 30 prosent ut fra at denne grensen skal være valgt av flere land det er naturlig å sammenligne seg med (Sverige, Finland og Storbritannia). Selv om harmoniseringshensyn er viktig, er det i denne sammenheng ikke så viktig at man ikke kan legge seg noe høyere enn i disse land. NHO nevner at man i Danmark har en annen regel, og det vil således uansett ikke være rettsenhet i Norden ved at Norge legger seg på 30%.

HSH fremhever at flertallets forslag er den mest naturlige for norske forhold, og at grensen er sammenfallende med grensen for negativ kontroll i et selskap, samt at en slik grense samsvarer best med grensen i Storbritannia og øvrige nordiske land.

Kredittilsynet støtter også som nevnt flertallets forslag om å senke tilbudspliktgrensen til 1/3. Kredittilsynet uttaler at det ved denne vurderingen er det lagt vekt på en noe mer forsiktig endring enn mindretallet, som foreslår en 30 prosent grense. Dette vil også ta hensyn til at aksjeeierstrukturen i norske selskaper fremdeles er preget av relativ høy eierkonsentrasjon av profesjonelle investorer, og at en tilnærming til de øvrige nordiske landene og Storbritannia har en egenverdi. *Kredittilsynet* bemerker at de i likhet med utvalget er noe i tvil om hvor fruktbar en analyse av den gjeldende kontroll-situasjonen i aktuelle selskaper vil være, og er derfor enig med utvalget i at vurderingen må kunne knyttes til generelle forhold og utviklingstrekk.

Mindretallets forslag om å senke tilbudspliktgrensen til 30 prosent støttes i høringsrunden av Finansnæringens Hovedorganisasjon (FNH), Folketrygdfondet, *Handelshøyskolen BI*, *Justisdepartementet*, Norges Bank, Norske Finansanalytikerforening, *Sparebankforeningen*, *Aksjonærforeningen* og *Oslo Børs*.

Justisdepartementet uttaler bl.a.:

«For det første er vi enige i mindretallets standpunkt om at direktivet regulerer faktisk kontroll og ikke negativ kontroll. En grense på 1/3 vil i utgangspunktet være å foretrekke dersom dette etter norske forhold må antas å gi faktisk kontroll. Dette vurderes i utredningen s. 31-34, men vi kan ikke se at utvalget trekker noen klar konklusjon i denne retning. For det andre

synes vi det er vanskelig å underbygge forslaget med en tilnærming til de øvrige nordiske land, så lenge disse faktisk ikke har en tilsvarende grense. Som det fremgår av utredningen s. 29-30 legger både Sverige, Finland og Storbritannia til grunn en grense på 30 %, mens Danmark i stedet oppstiller en rekke ulike forhold som gir presumsjon for kontroll. Dette ble bekreftet på gjennomføringsmøtet i Brussel 21. oktober 2005, hvor det kom frem at blant annet Italia, Nederland, Irland og Tyskland også vil oppstille en grense på 30 %.

Folketrygdfondet viser bl.a. til at reell kontroll i et selskap i de fleste tilfeller oppnås på et lavere nivå enn 33,3 prosent.

Oslo Børs uttaler at de tiltrer mindretallets begrunnelse. *Oslo Børs* viser til den begrunnelsen som mindretallet har gitt i utredningen.

FNH uttaler:

«Når det gjelder spørsmålet om hvor langt grensen bør senkes, legger *FNH* mest vekt på å etablere en grense som faller sammen med det andre toneangivende land enten har valgt eller vil velge. Fremmøteprosenten på generalforsamlinger kan erfaringsmessig gjerne være lav, og vi tror at ofte vil den faktiske kontrollen oppnås ved at man erverver aksjer som tilsvarende 30 prosent av stemmene i et selskap. Tilbudspliktgrensen bør ideelt sett avspeile grensen for den faktiske kontrollen over (mål)selskapet. På denne bakgrunn støtter *FNH* mindretallets forslag om 30 prosent som tilbudspliktgrense.»

Sparebankforeningen slutter seg til mindretallets henvisning til harmoniseringshensyn.

Handelshøyskolen BI mener det bør foretas en nærmere empirisk undersøkelse av norske børsnoterte selskaper som nærmere grunnlag for hvilken grense som er best egnet for tilbudsplikt etter norske forhold. *Handelshøyskolen BI* synes for øvrig å støtte mindretallets løsning ut i fra utvalgets vurderinger.

Aksjonærforeningen bemerker at flertallets forslag vil gi bedre beskyttelse av minoritetsaksjonærene enn dagens regler hvor tilbudsplikt utløses ved 40,0 %, og støtter derfor forslaget. *Aksjonærforeningen* gir samtidig uttrykk for at reell kontroll i et selskap oppnås på et lavere nivå enn negativ kontroll, og at tilbudspliktgrensen derfor bør settes til 30 % på linje med nivået i Storbritannia og Sverige.

Nærings- og Handelsdepartementet (NHD) ber Finansdepartementet foreta en nærmere vurdering, herunder av konsekvenser av forslaget om senking av tilbudspliktgrensen knyttet opp til Stortingets kompetanse til å fastsette fullmakter for

ønsket statlig eierandel. Videre uttaler NHD at overgangsreglene og forholdet til tilbudsplikt ved etterfølgende erverv bør utredes og konsekvensvurderes før Nærings- og handelsdepartementet kan ta stilling til om det vil støtte utvalgets tilrådninger om å senke tilbudspliktgrensen fra 40 % til 1/3.

NHD ber også om en vurdering av en generell bestemmelse knyttet til fusjoner som gjør det mulig for en aksjonær å foreta en etterfølgende justering av sin eierandel opp til det nivået den var før fusjonen, innefor et nærmere angitt tidsrom uten at tilbudsplikt oppstår (uavhengig av om opprinnelig eierandel var i overtagende selskap eller ikke). NHD uttaler bl.a.:

«Det er ikke utenkelig at flere selskaper hvor det er knyttet forutsetninger til negativ kontroll/majoritet for staten i fremtiden vil kunne være tjent med å inngå i industrielle løsninger. Tilsvarende forutsetninger om absolutte eierandeler finnes normalt ikke i andre selskaper. For Staten som eier vil det kunne være vanskelig å akseptere ellers rasjonelle fusjoner fordi utvanning kombinert med etterfølgende statlige aksjekjøp vil kunne utløse uønsket tilbudsplikt. Selskaper med statlig eierandel får dermed en konkurranseulempa mht muligheten til å etablere industrielle løsninger. Statens medaksjonærer kan tenkes å være bedre tjent med at staten er unntatt fra tilbudsplikt, fremfor at staten motsetter seg verdiskapende og gode industrielle løsninger.»

Oslo Børs har i sin høringsuttalelse kommentert NHDs uttalelser vedrørende problemstillinger som nye tilbudspliktregler skaper for statlige eierskap og Stortingets mulighet til å beslutte endringer i eierandeler for selskaper der staten eier aksjer. *Oslo Børs* uttaler følgende om dette:

«*Oslo Børs* vil for det første understreke betydningen av Næringsdepartementets prinsipielle syn slik det er kommet til uttrykk også i eierskapsmeldingen, og at det følges i praksis. Den tillit det internasjonale kapitalmarked har til statens håndtering av sitt eierskap i disse selskapene er avgjørende for internasjonale investors ønske og vilje til å investere i disse selskapene. Med den betydning delvis statseide selskaper har på *Oslo Børs*, smitter denne tilliten over på det internasjonale kapitalmarkeds interesse for øvrige selskaper notert på børsen. Med dagens internasjonale konkurranse om risikokapital, er interesse fra utenlandske aksjonærer svært viktig for likviditeten og verdsettelse av selskaper, som igjen har avgjørende betydning for den pris norsk næringsliv må betale for sin egenkapital. Det er vårt inn-

trykk at det nå er en høy tillit til statens forvaltning av sitt eierskap i børsnoterte selskaper, og at dette sammen med interessante selskaper har bidratt til den store interessen for norske verdipapirer. *Oslo Børs* er i henhold til statistikk for 2005 den børs i Norden som i 2005 har høyest likviditet - et viktig målekriterium for et markeds effektivitet.

De utfordringer Næringsdepartementet ser at tilbudspliktreglene gir for statlig eierskap er de samme som andre store aksjonærer møter. Dette er heller ikke nytt med de nye reglene. Staten har også valgt å redusere sin aksjeandel i flere selskaper fra et nivå over den eksisterende tilbudspliktgrensen til et nivå under. Eksempelen som nevnes i høringsbrevet, at Stortinget skulle ønske igjen å komme i majoritet i Norsk Hydro ASA, vil staten også få tilbudsplikt under de eksisterende regler, og Stortinget vil da måtte gi fullmakt til erverv som oppfyller tilbudsplikten. Vi antar at dersom de øvrige aksjonærene fortsatt ønsker å være medeier i et selskap med så stor statlig eierandel, vil de unnlate å akseptere et tilbud som f.eks kan være til gjeldende markedskurs. Dersom de skulle ønske å selge under tilbudet, vil det være en god indikator på at hensynet bak tilbudsplikten tilsier at aksjonærene bør gis denne beskyttelsen.

Næringsdepartementet har i særdeleshet uttrykt bekymring for den foreslåtte overgangsregelen hvorefter alle som eier aksjer i intervallet mellom den foreslåtte tilbudspliktgrensen og 40 prosent, får tilbudsplikt dersom de gjennom erverv øker sin eierandel. Næringsdepartementet har foreslått at det gis en overgangsperiode på noen år slik at aksjonærer som har innrettet seg etter 40-prosentgrensen kan tilpasse seg den nye grensen. *Oslo Børs* har forståelse for dette behovet, men vil understreke at en slik overgangsregel vil redusere tilbudspliktreglenes effektivitet i forhold til kontrollerende aksjonærer - også de med mindre demokratisk forankring enn staten. At vi i de senere år har sett flere eksempler på at 40-prosentgrensen kan være utilstrekkelig i forhold til formålet og at de fleste sammenlignbare land har en lavere grense, kan tyde på at innføring av en lavere grense allerede kommer i seneste laget. Vi viser også til at den av utvalget foreslåtte overgangsregel tilsvarer den gjeldende overgangsregel fra 45 til 40 prosent uten at dette har medført vesentlige problemer. *Oslo Børs* er derfor negativ til en slik overgangsregel.

Næringsdepartementet har også tatt til orde for en bestemmelse for fusjonstilfeller som gjør det mulig for en aksjonær å foreta en etterfølgende justering av sin eierandel opp til

nivået før fusjonen. Børsen viser til at tilbudsplikt etter forslaget utløses ved erverv som øker eierandelen. Dersom hovedaksjonæren samtidig med kapitalforhøyelse erverver aksjer for å redusere utvanningseffekten, blir det altså ingen tilbudsplikt. Bestemmelsen må antas å gjelde både ved fusjoner og andre kapitalforhøyelser. Siden rettede emisjoner mot enkeltaksjonærer i seg selv kan utgjøre en uheldig og undertiden ulovlig forskjellsbehandling, vil vi støtte Næringsdepartementets forslag om en mulighet til at aksjonærer innen en frist kan erverve aksjer i annenhåndsmarkedet inntil den opprinnelige eierandel. Et relevant tilleggsvilkår kan være at hovedaksjonær uttrykkelig har forbeholdt seg en slik rett innen selskapets fusjonsbeslutning treffes.»

Ingen av de andre høringsinstansene har merknader til utvalgets forslag.

26.1.5 Departementets vurdering

Det sentrale hensynet bak regler om tilbudsplikt er beskyttelse av minoritetsaksjeeierne i målselskapet, særlig ved at disse skal gis muligheten til å selge sine aksjer når kontrollen i selskapet endres, og til en pris som sikrer dem en del av den kontrollpremien tilbyder har betalt for sin posisjon i målselskapet. Departementet legger til grunn at direktivets krav til særskilt tilbudspliktgrense og regler for beregning av grensen allerede er gjennomført i norsk rett, jf. ovenfor om gjeldende rett.

Utvalget har i tråd med sitt mandat vurdert om det uavhengig av direktivet er behov for endringer i de norske reglene om tilbudsplikt. Utvalget foreslår at grensen for når tilbudsplikt skal inntre bør senkes, men er delt mht. hvor mye den skal senkes.

Høringsinstansene er enige i utvalgets forslag om å senke tilbudspliktgrensen, men er som utvalget delt i sitt syn på hvor mye den skal senkes. Enkelte støtter flertallets forslag, andre støtter mindretallets forslag.

Departementet legger vekt på at tilbudspliktgrensen bør ha en sammenheng med overtakelse av faktisk kontroll. Det norske markedet kan karakteriseres ved små norske selskaper med en eierstruktur som består av relativt få private aksjeeiere. I mange selskaper er eierstrukturen såpass lite spredd at kontrollskifte skjer på et lavt nivå, mens i andre skjer den på et høyere nivå. Videre må det tas i betraktning at en for lav grense kunne medføre at samfunnsøkonomisk gunstige restruktureringer ikke gjennomføres. Departementet mener ut i fra dette at en bør gå trinnvis frem mht. senking av tilbudspliktgrensen, og slutter seg etter

en helhetsvurdering til flertallets forslag om at grensen settes til 1/3. Dette innebærer at reguleringen nærmer seg det nivået som gjelder i de andre nordiske landene og Storbritannia. Samtidig kan det høstes erfaring med denne nye lavere grensen, før det senere kan vurderes om det er behov for en ytterligere reduksjon. Det vises til lovforslaget § 6-1.

Når det gjelder NHDs uttalelse i forhold til statlig eierskap, bemerkes at statlige eiere i noterte selskaper i utgangspunktet vil være underlagt samme regler som øvrige aksjeeiere. Det synes ikke som om tilbudspliktreglene medfører problemstillinger av en annen art eller omfang enn hva reglene innebærer for andre store aksjeeiere. Etter departementets syn foreligger heller ingen særlige hensyn som skulle tilsi avvikende regler for statlig eierskap, verken i forhold til tilbudspliktgrensene, overgangsregler eller i fusjonstilfellene, jf. Oslo Børs høringsuttalelse om sistnevnte situasjon. Når det gjelder forholdet til overgangsreglene, vises til lovforslaget § 18-2 og omtale i spesialmerknadene av denne bestemmelsen.

26.2 Gjentatt tilbudsplikt

26.2.1 Norsk rett

En generell tilbudspliktgrense vil ikke i ethvert tilfelle være sammenfallende med grensen for oppnåelse av kontroll. For de tilfeller hvor det reelle kontrollskiftet skjer ved erverv av en høyere andel av stemmene enn tilbudspliktgrensen, vil minoritetsbeskyttelsen kunne styrkes ved regler om gjentatt tilbudsplikt. Med gjentatt tilbudsplikt menes plikt til å inngi et nytt tilbud dersom aksjeeieren oppnår en gitt høyere andel av stemmene i selskapet, eksempelvis ved 40 eller 50 prosent.

Det er ikke fastsatt regler om gjentatt tilbudsplikt i norsk rett.

26.2.2 EØS-rett

Direktivet krever ikke at det innføres regler om gjentatt tilbudsplikt i nasjonale regler. Det følger imidlertid av art. 5(6) at medlemsstatene kan fastsette ytterligere tiltak og bestemmelser for å beskytte aksjeeierne i målselskapet så lenge slike tiltak og bestemmelser ikke forhindrer et normalt forløp av et tilbud.

26.2.3 Utvalgets forslag

Utvalget går enstemmig inn for å foreslå regler om gjentatt tilbudsplikt. Utvalget er imidlertid delt

med hensyn til om det bør være gjentatt tilbudsplikt ved ethvert erverv mellom 1/3 (eventuelt 30 prosent) og 50 prosent, eller bare ved 50 prosent. Med gjentatt tilbudsplikt mener utvalget plikt til å inngi et nytt tilbud dersom aksjeeieren oppnår en gitt høyere andel av stemmene i selskapet, eller for ethvert aksjekjøp i et gitt intervall. Når det gjelder fordeler ved gjentatt tilbudsplikt, uttaler utvalget (NOU 2005: 17 punkt 6.4.3.2):

«Regler om gjentatt tilbudsplikt styrker minoritetsaksjeeierens interesser og vil særlig kunne avhjelpe tilfeller hvor kontrollskifte først inntrer ved erverv av høyere eierandel enn tilbudspliktgrensen på 1/3 eller 30 prosent. Gjentatt tilbudsplikt sikrer at aksjeeierne får mulighet til å vurdere situasjonen på nytt og kan bidra til å reparere følgene av såkalte krypende overtakelser, der tilbyderer kjøper seg gradvis opp i målselskapet og passerer tilbudspliktgrensen på et lavt kursnivå. En regel om gjentatt tilbudsplikt vil videre kunne medføre høyere tilbudspris i de tilfeller hvor tilbyder faktisk ønsker å oppnå kontroll fordi tilbyderer vil få incitament til å fremme tilbud som gir så høy tilslutning at gjentatt tilbudsplikt ikke blir aktuelt.»

Gjentatt tilbudsplikt kan imidlertid medføre enkelte ulemper, og utvalget beskriver disse slik (NOU 2005: 17 punkt 6.4.3.2):

«På den annen side vil en regel om gjentatt tilbudsplikt påføre majoritetsaksjeeiere økte byrder. Majoritetsaksjeeiere blir tvunget til å inngi et nytt tilbud på samtlige aksjer, selv om vedkommende har oppnådd ønsket kontroll og ser seg tjent med at andre aksjeeiere bidrar finansielt og for øvrig har minoritetsrettigheter. Dette vil medføre dyrere oppkjøp ved at erverver blir påført en finansiell tilleggsbelastning, og vil kunne redusere antall overdragelser og dermed redusere incentiver til samfunnsnyttig restrukturering.»

Utvalgets flertall (Sæbø, Bjørland, Broch Mathisen, Harto, Espolin Johnson, Thrane, Vihovde og Økland) foreslår gjentatt tilbudsplikt for den som oppnår mer enn 50 prosent av stemmene, jf. utvalgets utkast til ny vphl. § 4-6 nytt første ledd. Flertallet mener forslaget gir minoritetsaksjeeierne et tilstrekkelig vern, samt at gjentatt tilbudsplikt ved ethvert erverv mellom 1/3 (eventuelt 30 prosent) og 50 prosent vil medføre en for stor tilleggsbelastning for majoritetsaksjeeieren. Videre viser flertallet til at ved en overskridelse av denne terskelgrense settes aksjeeieren i en formelt ny selskapsrettslig situasjon; aksjeeieren har både formelt og reelt flertallet av stemmene, med den inn-

flytelse dette gir. Forslaget fremgår av utkast til nytt første ledd i § 4-6.

Utvalgets mindretall (Degré) foreslår at tilbudsplikt bør utløses ved ethvert erverv mellom 1/3 (eventuelt 30 prosent) og 50 prosent som øker stemmeandelen. Mindretallet begrunner sitt forslag slik (NOU 2005:17 punkt 6.4.2):

«Dette er nødvendig for at tilbudsplikten skal være et effektivt virkemiddel for likebehandling av aksjeeiere i selskaper hvor det nivå det oppnås kontroll på, ligger mellom 1/3 (eventuelt 30 prosent) og 50 prosent. Som et tiltak mot krypende overtakelser vil tilbudsplikt på fikserte prosentandeler bare nå sitt formål hvor kontroll oppnås på et av disse nivåene. En regel om gjentatt tilbudsplikt på 50 prosent vil altså gi like store tilpasningsmuligheter som i dag for majoritetsaksjeeiere som vil unngå å tilby en eventuell kontrollpremie til alle aksjeeiere, men tilpasningen vil være i intervallet mellom 1/3 (eventuelt 30 prosent) og 50 prosent. Variasjonene mellom selskapene er svært stor både i størrelse og eierkonsentrasjon. Det innebærer at kontroll oppnås på ulike nivåer, som regel et eller annet sted mellom 1/3 (eventuelt 30 prosent) og 50 prosent, og antagelig med et tyngdepunkt mellom 35 og 40 prosent.

Muligheten for såkalte krypende overtakelser der en majoritetseier oppnår kontroll og betaler kontrollpremie på kjøp av aksjer uten at denne fordelene gis øvrige aksjeeiere, reduserer attraktiviteten i aksjemarkedet. Eksempelvis vil en aksjeeier i et selskap der kontroll oppnås i intervallet mellom 35 og 40 prosent kunne erverve de første 1/3 (eventuelt 30 prosent) prosentene uten å betale noen kontrollpremie, og fremme et pliktig tilbud uten noen slik premie. Et slikt tilbud uten kontrollpremie vil neppe få noen stor tilslutning blant de øvrige aksjeeierne som kan selge aksjer til samme pris i markedet. Deretter vil majoritetsaksjeeieren kanskje måtte betale kontrollpremie for å få kjøpt de neste 10 prosentene. En regel om gjentatt tilbudsplikt ved ethvert etterfølgende erverv vil sikre at de øvrige aksjeeierne gis et tilbud basert på den høyeste prisen.

Investorhensyn taler for at regelverket søkes harmonisert med internasjonal regulering, primært reguleringen i de andre nordiske land. Når det viser seg at det innenfor Norden velges ulike løsninger i alle land, er dette lite veiledende. Den foreslåtte løsningen er i samsvar med tilbudspliktregelen i Storbritannias City Code on Takeovers and Mergers, og må således være en løsning som internasjonale og norske investorer er vant med.

Den foreslåtte regel vil etter mindretallets oppfatning neppe utgjøre noen slik byrde på

større eiere at det unødige vil fordyre selskapsovertakelser og legge en demper på samfunnsøkonomisk gunstig restrukturering. Det vises til at norsk finanslovgivning har inneholdt eierbegrensningsregler som har medført et praktisk forbud mot å eie mellom 10 og 90 prosent av aksjene i finansinstitusjoner uten at det kan sies å ha lagt noen demper på selskapsovertakelser eller restrukturering av bransjen. Også dagens regler om eierkontroll i finansinstitusjoner innebærer at aksjeeiere normalt ikke vil anses egnet som eier dersom de eier mellom 25 prosent og 67 prosent av aksjene i en finansinstitusjon. Majoritetsaksjeeierne velger selv om de vil erverve små poster i intervallet, og kan derfor selv velge om og når de skal fremme et tilbud. Innebærer tilbudet at det betales en kontrollpremie utover markedskurs vil det typisk bli akseptert av så vidt mange at 50 prosent grensen passerer. Skulle aksjeeieren uforvarende komme til å erverve et fåtall aksjer har han alltid muligheten til å selge seg ned til det gamle nivået innen fire uker.

Regelen foreslås utformet slik at det bare er erverv som øker stemmeandelen som utløser tilbudsplikt. Det innebærer at en majoritetsseier kan delta i emisjoner i forhold til sin eierandel uten at det utløser tilbudsplikt. Det vises til mindretallets forslag til vphl. § 4-6 nytt første ledd (boks 17.2).

Et spørsmål er om majoritetsaksjeeier som eier aksjer i intervallet og som har solgt seg ned, kan erverve aksjer opp til det opprinnelige nivået uten tilbudsplikt. Verdipapirhandelloven § 4-6 utløser tilbudsplikt ved et hvert etterfølgende erverv uten noen slik mulighet. Det foreslås at det samme skal gjelde ved gjentatt tilbudsplikt. Det foreslås videre at gjentatt tilbudsplikt, i likhet med bestemmelsen om etterfølgende erverv, jf. vphl. § 4-6, inntre ved erverv av noen som vedkommende aksjeeier er identifisert med.»

26.2.4 Høringsinstansenes merknader

FNH, Norges Fondsmeglerforbund, HSH, Justisdepartementet, LO, NHO, Norges Bank og Sparebankforeningen støtter forslaget fra utvalgets flertall om gjentatt tilbudsplikt dersom en aksjonær som eier mer enn 1/3 av stemmene som følge av et tidligere tilbud kjøper seg ytterligere opp og passerer 50 pst av stemmene.

Justisdepartementet uttaler:

«Vi støtter flertallets forslag til § 4-6 nytt første ledd om at gjentatt tilbudsplikt inntre når en aksjeeier blir eier av aksjer som representerer mer enn 50 % av stemmene i selskapet. Vi antar det kan føre for langt å oppstille ny tilbudsplikt

ved hvert nytt erverv etter at tilbudspliktgrensen er passert, slik mindretallet foreslår. På gjennomføringsmøtet 21. oktober 2005 var det for øvrig bare Storbritannia som nevnte å ha en slik ordning. Vi støtter her flertallets begrunnelse slik denne fremkommer på s. 76-77. At ny tilbudsplikt bør inntre ved ethvert etterfølgende erverv i de tilfeller forslaget til § 4-6 annet ledd nevner, er vi derimot enige i.»

FNH uttaler at de slutter seg til utvalgets vurderinger.

Fondsmeglerforbundet uttaler:

«Ved passering av 50 pst går kontrollen definitivt over på majoritetsaksjonærens hånd, og minoritetsaksjonærene får en ny mulighet til å vurdere situasjonen på nytt. Bestemmelsen om gjentatt tilbudsplikt kan også få som virkning at oppkjøper i første omgang fremmer et så vidt godt tilbud slik at risikoen for å måtte fremme et nytt tilbud blir liten. Således vil gjentatt tilbudsplikt øke minoritetsaksjonærenes mulighet for å få andel av den «reelle» kontrollpremien allerede ved det første tilbudet.»

NHO mener flertallets forslag vil gi minoritetsiere i norske selskaper betydelig bedre vern enn det som finnes etter dagens regler, og uttaler videre:

«Når en eier overtar mer enn 50 prosent av aksjene i et selskap, settes denne både selskapsrettslig og regnskapsmessig i en ny situasjon, både i forhold til konsolideringsbestemmelser og i forhold til formell kontroll rettslig gjennom aksjerettslige bestemmelser.

NHO har i likhet med utvalgets flertall funnet at en tilbudspliktsbestemmelse som medfører at ethvert nytt erverv over første tilbudspliktsterskel skulle utløse gjentatt tilbudsplikt opp til kontroll (50 prosent), vil være å gå altfor langt i forhold til en stor aksjonær og være en for stor hemsko for oppkjøp og overtakelser i næringslivet.

NHO kan derfor ikke støtte mindretallets forslag om å etablere en gjentatt tilbudsplikt i Norge etter engelsk mønster (gjentatt tilbudsplikt ved ethvert nytt kjøp), og vil i tillegg vise til at man heller ikke har slike bestemmelser i de øvrige nordiske land.»

Folketrygdfondet og Norske Finansanalytikeres Forening går inn for at det bør være flere nivåer for fornyet tilbudsplikt over 30 prosent for å gi bedre beskyttelse av minoritetsaksjonærene, og foreslår fornyet tilbudsplikt ved hver 5 prosentpoengs økning i eierandel fra 30 prosent og opp til 90 prosent.

Oslo Børs og Handelshøyskolen BI støtter mindretallets forslag om at tilbudsplikt bør utløses ved ethvert erverv mellom 1/3 (eventuelt 30 prosent) og 50 prosent som øker stemmeandelen.

Handelshøyskolen BI uttaler videre at det ikke fremgår klart av utkastet til ny § 4-6 første ledd hvorvidt gjentatt tilbudsplikt også inntreffer når tilbyder i det første pliktige tilbudet får aksept fra tilstrekkelig antall aksjonærer til å bringe han over 50 prosent av stemmene i selskapet, og antar at bestemmelsen ikke er ment å utløse slik gjentatt tilbudsplikt.

Aksjonærforeningen uttaler at det bør utredes næyere konsekvensene av fornyet tilbudsplikt for hver 5 % økning i eierandel fra 30 % til 90 %. Aksjonærforeningen mener en slik tilbudsplikt vil kunne gi bedre beskyttelse av minoritetsaksjonærene i forhold til krypende overtagelser.

Kredittilsynet er enig i at det bør fastsettes regler om gjentatt tilbudsplikt. Kredittilsynet mener det som en mellomløsning mellom flertallets og mindretallets forslag kan være hensiktsmessig å vurdere gjentatt tilbudsplikt ved ulike terskler (slik som for flaggeplikt), for eksempel også ved 40 prosent eierandeler, ut i fra at en slik løsning i en større grad vil kunne fange opp det forhold at faktisk kontroll oppnås på ulike nivåer for ulike selskaper.

Nærings- og Handelsdepartementet (NHD) tar ikke uttrykkelig stilling til forslaget, men etterlyser en vurdering og vekting av hensyn for og mot ordningen. NHD synes å gå imot mindretallets forslag, med den begrunnelse at forslaget vil innebære en for omfattende og byråkratisk ordning, og at det ikke er tilstrekkelig konsekvensutredet.

26.2.5 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at det skal innføres regler om gjentatt tilbudsplikt. Slike regler vil sikre at aksjeeierne får mulighet til å vurdere sin situasjon på nytt, og kan bidra til å redusere negative følger av såkalte krypende overtakelser.

Utvalget er delt i sitt syn på grensene for når gjentatt tilbudsplikt skal inntreffe. Flertallet foreslår gjentatt tilbudsplikt for den som oppnår mer enn 50 prosent av stemmene. Flertallet mener dette gir minoritetsaksjeeier et tilstrekkelig vern.

Mindretallet foreslår gjentatt tilbudsplikt for ethvert erverv mellom 1/3 og 50 prosent som øker stemmeandelen. Mindretallet har i det vesentligste vist til at dette er nødvendig for at tilbudsplikten

skal være et effektivt virkemiddel for likebehandling av aksjeeiere i selskaper hvor nivået det oppnås kontroll på ligger mellom 1/3 og 50 prosent.

Høringsinstansene har ulikt syn på forslagene. Enkelte støtter flertallets forslag, andre mindretallets forslag, imens enkelte fremsetter nye forslag.

Etter en helhetsvurdering finner departementet det hensiktsmessig å foreslå en mellomløsning, slik at det pålegges gjentatt tilbudsplikt ved ulike terskler, jf. Kredittilsynets høringsuttalelse. Dette vil etter departementets syn gi minoritetsaksjeeierne et bedre vern enn hva som følger av flertallets forslag. Videre vil det i større grad fange opp det forhold at faktisk kontroll oppnås på ulike nivåer i ulike selskaper. Samtidig antas at dette neppe vil pålegge aksjeerverver noen slik byrde at det vil kunne forhindre samfunnsøkonomisk gunstige restruktureringer.

Det foreslås at aksjeeier som eier aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et notert selskap, plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet (gjentatt tilbudsplikt) ved erverv av aksjer som øker stemmerettsandelen i selskapet ved 40 prosent eller mer og 50 prosent eller mer. Forslaget er inntatt i nytt første ledd i vphl. § 6-6.

Gjentatt tilbudsplikt vil gjelde uavhengig av om det tidligere er fremsatt pliktig tilbud etter § 6-1, § 6-2 eller § 6-6. Passering av grensene på 40 og 50 prosent vil alltid utløse tilbudsplikt. Forslaget innebærer at aksjeeier som har mellom 40 og 50 prosent ved lovens ikrafttredelse vil kunne få tilbudsplikt ved passering av 50-prosentgrensen, jf. nærmere om overgangsbestemmelsene i spesialmerkningen til § 18-2. Ved gjentatt tilbudsplikt gjelder de alminnelige regler etter lovforslaget kapittel 6.

26.3 Betingete tilbud

26.3.1 Norsk rett

Etter gjeldende rett kan pliktig tilbud ikke gjøres betinget, jf. vphl. § 4-10 tredje ledd. Frivillige tilbud kan imidlertid inneholde visse betingelser, jf. vphl. § 4-18. Frivillige tilbud er nærmere omtalt i kapittel 27.

26.3.2 EØS-rett

Etter art. 13 bokstav (e) skal medlemsstatene fastsette nærmere regler vedrørende adgangen til å oppstille betingelser ved tilbud. Direktivet inneholder imidlertid ikke nærmere krav til hvordan slike regler skal utformes.

26.3.3 Utvalgets forslag

Utvalgets flertall (alle medlemmene unntatt Broch Mathisen og Espolin Johnson) foreslår at tilbyder ved pliktige tilbud kan innta i tilbudsdokumentet et forbehold om at konsesjon blir gitt eller et forbehold for at myndigheten ikke griper inn med forbud mot gjennomføring av ervervet. Det foreslås ikke at tilbyder kan ta forbehold mht. eventuelle vilkår for myndighetenes godkjenning. Flertallet viser til at tilbudspliktgrensen foreslås senket til 1/3 av stemmene, og at dette innebærer at tilbyder får økt behov for å sikre seg mot den risiko det medfører for ham at konsesjon ikke oppnås. Flertallet viser til at rettsvirkningen av at konsesjon ikke oppnås eller at inngrep ikke foretas, er at tilbyder ikke lenger er bundet av tilbudsplikten, og således slipper å kjøpe de øvrige aksjene i selskapet. Tilbyder må ifølge forslaget likevel selge seg ned til under grensen for tilbudsplikt. Det vises til omtale i NOU 2005:17 punkt 6.4.3.3 og lovutkastet § 4-10 tredje ledd.

Flertallet finner ikke tilstrekkelig grunn til å foreslå at det kan inntas andre forbehold enn forbehold om myndighetsgodkjenning ved pliktige tilbud, og uttaler (NOU 2005: 17 punkt 6.4.3.3):

«Flertallet viser til at betingelser vil kunne skape betydelig usikkerhet for minoritetsaksjeeierne, særlig i tilfelle hvor forbeholdet ikke knytter seg til objektivt konstaterbare forhold, men også ellers. Forbeholdet kan også føre til uheldig innelåsning av aksjeeiere i tilbudsperioden. Flertallet antar at hensynet til tilbyder er tilstrekkelig ivarettatt ved den adgang tilbyder har til å ta andre forbehold i et frivillig tilbud. Dersom tilbyder ønsker en akseptgrad over et visst nivå, bør tilbyder sørge for at tilbudet er tilstrekkelig attraktivt, eventuelt inngi nytt tilbud dersom akseptgraden ikke er akseptabel. Flertallet finner det ikke rimelig at minoritetsaksjeeierne skal måtte ta risikoen for at tilbudet ikke er attraktivt nok. På denne bakgrunn foreslår flertallet at det bare kan tas forbehold om myndighetsgodkjenning ved pliktige tilbud.»

Utvalgets flertall viser til at det vil kunne ta tid å få avklart om myndighetsgodkjenning vil foreligge, og at aksjeeiere som i dette tidsrommet har akseptert tilbudet, ikke vil ha mulighet til å selge aksjene til andre, samtidig som det er uklart om de får selge til tilbyder. Utvalgets flertall mener en hensiktsmessig løsning vil være å oppstille en frist for når myndighetsgodkjenningen må være avklart. Flertallet viser til at en rekke lover selv fastsetter frist for myndighetene til å avgjøre konsesjonsspørsmålet. I forhold til regler som ikke innehar slike frister, foreslår utvalgets flertall en

frist på 6 måneder etter tidspunktet for tilbudspliktens inntreden, med mindre samtlige aksjeeiere samtykker i at fristen forlenges, jf. vphl. § 4-10 tredje ledd.

Utvalgets mindretall (Broch Mathisen og Espolin Johnson) viser til at vurderingen av om det bør være adgang til å stille betingelser om myndighetsgodkjenning ved pliktige tilbud, langt på vei blir et spørsmål om å ta stilling til om det er tilbyder eller minoritetsaksjeeierne som skal ha risikoen for at betingelsene oppfylles. Mindretallet uttaler videre bl.a. (NOU 2005:17 punkt 6.4.3.3):

«Det forhold at tilbyder selv har kontroll med hvorvidt tilbudsplikten inntreffer, taler for at tilbyder alene bør bære risikoen for at betingelsene oppfylles, og at det dermed – som etter gjeldende rett – ikke bør være adgang til å stille slike vilkår i det pliktige tilbudet. Mindretallet viser til at tilbyder gjennom reglene om frivillige tilbud står fritt til å stille nødvendige vilkår, og kan ikke se at tilbyders behov ved pliktige tilbud bør gå foran de øvrige aksjeeieres behov for forutsigbarhet.»

26.3.4 Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet, Justisdepartementet, HSH, Handelshøyskolen BI, NHO, Norges Bank og Sparebankforeningen støtter flertallets forslag om at pliktige tilbud kan gjøres betinget av at det gis nødvendig myndighetsgodkjenning eller at myndighetene ikke griper inn og forbyr gjennomføring av ervervet, og slutter seg til flertallets begrunnelse.

Også *FNH* synes å støtte flertallets forslag om at det kan stilles visse vilkår for pliktige tilbud. *FNH* uttaler videre:

«*FNH* er inneforstått med at det kan være behov for å stille visse vilkår i forbindelse med avgivelsen av et pliktig offentlig tilbud, og at det gis regler for dette.»

Sparebankforeningen og *FNH* uttaler støtte til at det ikke foreslås å innføre begrensninger i adgangen til å knytte vilkår til frivillige tilbud.

Norges Fondsmeglerforbund går imot flertallets forslag om at pliktige tilbud kan gjøres betinget av at konsesjon blir gitt. Fondsmeglerforbundet uttaler følgende i tilknytning til flertallets begrunnelse:

«Etter vår oppfatning er denne argumentasjonen ikke tilstrekkelig sterk i forhold til de øvrige aksjonærenes behov for forutsigbarhet når oppkjøper har kjøpt seg over tilbudspliktsgrensen. Ved fastsettelse av tilbudspliktsgrensen bygger man på den presumsjon at kontrollen over et selskap normalt går over på oppkjøper

per ved passering av 33 pst av stemmene i selskapet. Overtakelse av kontrollen over et selskapet, innebærer etter vår oppfatning at oppkjøper må bære ansvaret for selskapets viktige beslutninger og utvikling, herunder forholdet til offentlig myndighet. Dersom oppkjøper er usikker på om konsesjon vil bli gitt og ikke vil bære risikoen for dette, har han mulighet til å fremsette et frivillig tilbud før han overtar kontrollen med selskapet.

Vi mener at aksjonærenes behov for forutsigbarhet i en oppkjøpssituasjon bør veie tynge enn oppkjøpers behov for redusert risiko. Når en aksjonær aksepterer et tilbud, vil han i praksis være uten mulighet til å selge aksjene før konsesjonsspørsmålet er avklart. Dette kan ta nærmere ett år inkludert klagebehandling, jf behandlingsfrister hos Konkurransetilsynet. Den viktigste begrunnelse for tilbudspliktsreglene er at minoritetsaksjonærer skal ha mulighet til å komme seg ut av et selskap når et kontrollskifte har skjedd. I de tilfelle hvor oppkjøpet krever myndighetsgodkjenning, oppnås ikke denne mulighet umiddelbart dersom oppkjøper får adgang til å ta et slikt forbehold. Vi mener at det er oppkjøper som må bære risikoen for myndighetsgodkjenning, ikke minoritetsaksjonærene. Dersom oppkjøper ikke ønsker å ta risikoen for en myndighetsgodkjenning, kan han fremsette et frivillig tilbud med forbehold før kontroll over selskapet er oppnådd. For øvrig vil vi legge til at oppkjøpers risiko uansett ikke vil avhjelpes fullt ut ved retten til å ta forbehold fordi oppkjøper må se bort fra betingelser som myndighetene måtte stille for konsesjon.»

26.3.5 Departementets vurdering

Etter gjeldende rett er det ikke adgang til å stille betingelser i pliktige tilbud. Ut ifra at tilbudspliktsgrensen nå foreslås senket til 33 prosent, jf. punkt 26.1 ovenfor, har utvalget vurdert adgangen til å stille betingelser i pliktige tilbud på nytt.

Betingelser i pliktige tilbud vil kunne skape betydelig usikkerhet for minoritetsaksjeeierne. Utvalget foreslår likevel at tilbyder ved pliktige tilbud kan innta i tilbudsdokumentet et forbehold om at konsesjon blir gitt eller et forbehold for at myndighetene ikke griper inn med forbud mot gjennomføring av ervervet.

Slik departementet ser det, vil det neppe være særlig mange oppkjøpssituasjoner hvor det vil være aktuelt å stille betingelser om myndighetsgodkjenning i tilknytning til pliktige tilbud. Oppkjøper vil ofte fremsette et frivillig tilbud tidlig i prosessen, og i et slikt tilbud kan det tas forbehold om konsesjon mv. Ofte vil myndighetsgodkjenning

ser foreligge før det blir aktuelt å gå videre med et pliktig tilbud. Det vises også til at konsesjonsplikt i mange tilfeller utløses ved erverv av lavere andel enn 33 prosent av stemmene. Konsesjon vil også av denne grunnen foreligge før erverv som utløser tilbudsplikt. Videre vises til myndighetenes adgang til å stille vilkår for konsesjonen. Slike vilkår vil i gitte tilfeller kunne være like avgjørende for oppkjøpssituasjonen som selve konsesjonen. Utvalgets forslag omfatter imidlertid ikke slike vilkår. Som nevnt vil betingelser i pliktige tilbud svekke minoritetsaksjeeierne verna og innebære en usikkerhet for minoritetsaksjeeierne. En aksjeeier som har akseptert et pliktig tilbud, vil i praksis være uten mulighet til å selge aksjene før konsesjonsspørsmålet er avklart. Dette reiser spørsmål om hvem - tilbyder eller øvrige aksjeeiere - som skal ha risikoen for myndighetsgodkjenning. Ut i fra at behovet for å stille forbehold om myndighetsgodkjenning i pliktige tilbud i realiteten vil være begrenset, og at et slikt forbehold eventuelt vil svekke minoritetsaksjeeierne, velger departementet å ikke foreslå å innføre en adgang til å sette betingelser for pliktige tilbud. Gjeldende vphl. § 4-10 tredje ledd om at tilbud ikke kan gjøres betinget foreslås derfor videreført, jf. lovforslaget § 6-10 tredje ledd.

26.4 Erverv av aksjer etter at pliktig tilbud er gjennomført (kompensasjon)

26.4.1 Norsk rett

Norsk rett inneholder ikke regler om kompensasjon for etterfølgende erverv til høyere pris enn tilbudsprisen.

26.4.2 EØS-rett

Direktivet krever ikke at det innføres regler om erverv av aksjer etter at pliktig tilbud er gjennomført (kompensasjon) i nasjonale regler. Det følger imidlertid av art. 5(6) at medlemsstatene kan fastsette ytterligere tiltak og bestemmelser for å beskytte aksjeeierne i målselskapet så lenge slike tiltak og bestemmelser ikke forhindrer et normal forløp av et tilbud

26.4.3 Utvalgets forslag

Utvalget drøfter om det bør innføres en generell regel mht. kompensasjon for ethvert etterfølgende erverv av aksjer til høyere pris enn tilbudsprisen. Utvalget uttaler bl.a. (NOU 2005: 17 punkt 6.4.3):

«Gjeldende rett er ikke til hinder for at en tilbyder, etter gjennomført pliktig tilbud, straks kan erverve aksjer til høyere kurser. Dette kan hevdes å bryte med de likebehandlingshensyn tilbudsplikten skal ivareta, særlig dersom det pliktige tilbudet ikke innebærer utbetaling av noen kontrollpremie av betydning fordi tilbudspliktgrensen ikke sammenfaller med når kontrollskiftet faktisk skjer. I Storbritannia kan tilbydere som eier mer enn 50 prosent, i en periode på 6 måneder etter gjennomført tilbud ikke erverve aksjer i selskapet til bedre vilkår. Til sammenligning er regelen i Sverige at en tilbyder i en periode på 9 måneder etter gjennomført tilbud ikke kan erverve aksjer i selskapet til bedre vilkår enn i tilbudet uten at de som aksepterte tilbudet betales prisdifferansen.

Etter gjeldende rett kan en aksjeeier som passerer tilbudspliktgrensen etter omstendighetene fremsette et mindre attraktivt tilbud og forvente lav tilslutning. Etter tilbudsperiodens utløp kan tilbyderen kjøpe aksjer i markedet fra enkeltaksjeeiere til en høyere pris og oppnå ønsket antall stemmer uten å betale kontrollpremie for alle de resterende aksjene i selskapet. En slik høyere pris betalt i etterkant kan hevdes å burde betraktes som kontrollpremie for å oppnå den ønskede innflytelse. Særlig gjelder dette når referanseperioden, for fastsettelsen av tilbudsprisen for pliktig tilbud, er den korteste i det intervall direktivet fastsetter, se utredningen kapittel 7. De gjenværende aksjeeiere som ikke er i forhandlingsposisjon vil således gå glipp av denne kontrollpremien. Et forbud mot etterfølgende erverv til høyere pris enn tilbudsprisen vil kunne medføre at kontrollpremien kommer samtlige aksjeeiere til gode i de tilfeller hvor tilbyder faktisk ønsker å oppnå kontroll, fordi tilbyderen vil sikre seg nødvendig antall stemmer gjennom det pliktige tilbudet. Også en regel om at tilbyder er forpliktet til å betale prisdifferansen i tilfelle med etterfølgende erverv av aksjer til bedre vilkår enn i tilbudet, vil etter utvalgets oppfatning kunne styrke effekten av tilbudsplikten ved at den bidrar til å avhjelpe konsekvensene av at tilbudspliktgrensen ikke sammenfaller med grensen for oppnåelse av kontroll i det konkrete tilfellet.

Kontrollpremiesynspunktet er imidlertid ikke dekkende i tilfelle hvor kursstigning i etterkant av et tilbud skyldes etterfølgende, ikke-selskapsspesifikke omstendigheter. I slike tilfelle er det gjerne ikke rimelig å begrense overtakerens alminnelige adgang til å kjøpe aksjer i selskapet. Det vil imidlertid være vanskelig å skille slike tilfeller fra tilfeller hvor ervervet innebærer betaling av kontrollpremie. Bevis- og retts tekniske hensyn taler for at det

innføres en generell bestemmelse som omfatter ethvert etterfølgende erverv.»

Utvalgets flertall (Bjørland, Degré, Espolin Johnson, Thrane, Vihovde og Økland) foreslår at en tilbyder som kjøper eller avtaler kjøp til høyere pris enn tilbudsprisen innen seks måneder etter utløpet av tilbudsperioden, skal betale differansen mellom høyeste betalte eller avtalte pris og tilbudsprisen til aksjeeiere som har akseptert tilbudet, jf. forslag til vphl. § 4-6 nytt fjerde ledd og omtale i NOU 2005: 17 punkt 6.4.3.4. Flertallet foreslår at en slik regel ikke skal gjelde dersom andre enn tilbyder fremsetter et pliktig eller frivillig tilbud på selskapet etter reglene i dette kapittel.

Utvalgets mindretall (Sæbø, Broch Mathisen og Harto) mener ikke det bør innføres en slik regel om etterfølgende erverv som flertallet foreslår. Mindretallet mener minoritetsaksjeeierne vil bli tilstrekkelig tilgodesett ved at tilbudspliktgrensen senkes og at det innføres gjentatt tilbudsplikt, og viser til den økte byrde en regel om etterfølgende erverv vil innebære for tilbydere. Mindretallet mener tilbyder bør ha samme adgang som andre til å kjøpe aksjer til markedskurs, i alle fall når og så langt stigning i markedskurs skyldes etterfølgende ikke-selskapsspesifikke omstendigheter. Det vises til omtale i NOU 2005: 17 punkt 6.4.3.4.

26.4.4 Høringsinstansenes merknader

FNH, Kredittilsynet og Oslo Børs støtter flertallets forslag om kompensasjon for etterfølgende erverv. Oslo Børs slutter seg til den begrunnelsen som flertallet har gitt for forslaget.

Norges Fondsmeglerforbund, NHO, HSH, Handelshøyskolen BI og Norges Bank er enig med mindretallet, og går i mot forslaget om å innføre en plikt for tilbyder til å betale en eventuelt høyere pris enn tilbudsprisen til aksjeeier som aksepterte tilbudet, dersom tilbyder innen 6 måneder etter tilbudsperioden kjøper eller avtaler kjøp til høyere pris enn tilbudsprisen.

Både *Fondsmeglerforbundet, NHO og HSH* uttaler at de anser dette som en unødig byrdefull regel for tilbyder. *Fondsmeglerforbundet* uttaler videre:

«Vi legger til grunn at de fleste oppkjøpstilbud fremsettes med det formål å oppnå kontroll i selskapet. Det normale vil da være at tilbyder byr en pris som ligger over markedskurs og hvor kontrollpremien er reflektert i den tilbudte pris. Dersom tilbyder i ettertid (de neste 6 måneder) velger å kjøpe flere aksjer i markedet til markedskurs, så bør han ha adgang til dette uten å måtte kompensere tidligere aksjonærer dersom kursen har gått opp. At kursen

har gått opp etter at tilbudet er gjennomført betyr ikke at de aksjonærene som aksepterte tilbudet, har fått en for lav pris på tidspunktet for gjennomføringen av tilbudet. Markedsforholdene kan forandre seg sterkt i løpet av få måneder og det bør ikke bli en byrde for hovedaksjonæren som ønsker å kjøpe seg ytterligere opp i et selskap. Bestemmelsen kan dessuten lett føre til spekulasjon fra tidligere aksjonærer. De kan presse opp kursene ved egne kjøp av aksjer i markedet hvis de skjønner at hovedaksjonæren har planer om ytterligere aksjekjøp i selskapet. At hovedaksjonæren må kompensere tidligere akseptanter av tilbudet som i ettertid har presset aksjeprisen oppover ved egne aksjekjøp, finner vi lite rimelig.»

NHO gir i stor grad uttrykk for tilsvarende synspunkter som *Norges Fondsmeglerforbund* når det gjelder utvalgets forslag. NHO viser til at klausuler om «top up» er utbredt ved omsetning av aksjer. NHO ser det slik at loven ikke bør begrense muligheten til å anvende slike tilbud for transaksjoner som kan medføre tilbudsplikt, og at det bør være adgang til å fremsette tilbud hvor deler av vederlaget utgjøres av et betinget kontant tilleggsvederlag, hvor slikt tilleggsvederlag er avtalt for det ervervet som utløser (eller inngår i verdiberegningen for) det pliktige tilbudet. NHO mener det bør innføres en deklarasjonsregel som åpner for tilleggsvederlag ved pliktige tilbud.

Handelshøyskolen BI ser det slik at flertallets forslag går langt i å forsøke å oppnå likebehandling av aksjonærene på bekostning av oppkjøpers handlefrihet i oppkjøpsprosessen.

Justisdepartementet synes ikke å gå imot forslaget, men etterlyser en mer utførlig begrunnelse for forslaget og en vurdering av hvor reelt problemet er. Justisdepartementet uttaler:

«I utkastet § 4-6 nytt fjerde ledd foreslår flertallet at en tilbyder som kjøper eller avtaler kjøp til høyere pris enn tilbudsprisen innen seks måneder etter utløpet av tilbudsperioden, skal betale differansen mellom høyeste betalte eller avtalte pris og tilbudsprisen til aksjeeiere som har akseptert tilbudet. Dette er et nokså vidtgående forslag, og vi savner en mer utførlig begrunnelse. På s. 38-39 i utredningen vises det til at tilbyderen kan tilby en lav pris og dermed forvente lav tilslutning, for etter tilbudsperiodens utløp å tilby en høyere pris for å oppnå den ønskede eierandelen uten å risikere å måtte betale en kontrollpremie for resten av aksjene i selskapet. Vi ser at dette hensynet kan ha en viss vekt, og vil derfor ikke gå mot forslaget som sådant. Vi savner imidlertid en vurdering av hvor reelt dette problemet er. Etter § 4-10

fjerde ledd skal tilbudsprisen være minst like høy som det høyeste vederlag tilbyderen har betalt eller avtalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte. Det må da være en formodning for at tilbudsprisen tilsvarer markedspris for aksjene. Selv om en slik formodning ikke alltid vil slå til, er vi ikke overbevist om at det er behov for å oppstille en lite fleksibel og muligens byrdefull regel ut fra en formodning om det motsatte, nemlig at tilbudsprisen er satt for lavt. Selv om det er opplyst at Sverige har en liknende regel som den som er foreslått, bør det kreves nokså sterke grunner av lovgiver for å oppstille en slik regel. Vi viser til mindretallets argumentasjon om at tilbyderen bør ha samme adgang som andre til å kjøpe aksjer til markedskurs. Vi mener også at dersom tilbudsprisen tilsvarer markedskursen, er det vanskelig å se noen god begrunnelse for at en senere kursstigning skal innebære en slik økt byrde for tilbyderen ved senere aksjeerverv. Dette vil også kunne innebære en nokså tilfeldig fordel for dem som har solgt aksjene i tilbudsperioden. Når man har solgt sine aksjer til markedskurs, er det vanskelig å se at man har noen berettiget forventning om å kunne nyte godt av kursstigning også de neste seks måneder. Dersom Finansdepartementet følger opp flertallets forslag, bør det også vurderes nærmere om en slik regel er forenlig med direktivet. Artikkel 5 nr. 4 bestemmer at tilbudsprisen skal fastsettes etter likeartede regler som § 4-10 fjerde ledd, uten å si noe om en høyere tilbudspris ut fra en situasjon som oppstår etter tilbudsperioden. Derimot heter det at hvis tilbyderen «after the bid has been made public and before the offer closes for acceptance» (vår utheving) erverver aksjer til en høyere pris, skal tilbudsprisen økes tilsvarende. Det bør vurderes om flertallets forslag er problematisk i forhold til dette.»

Også *Handelshøyskolen BI* bemerker at det må vurderes om direktivet begrenser den enkelte stats mulighet til å oppstille regel om kompensasjon, sett i forhold til direktivet art. 5 nr. 4, og om det utelukker lovbestemmelser om at tilbudsprisen i realiteten skal forhøyes ved markedskjøp i en etterfølgende periode.

Ingen av de øvrige høringsinstanser har merknader til utvalgets forslag.

26.4.5 Departementets vurdering

Utvalget er delt i sitt syn på om det bør innføres regler hvorefter tilbyder ikke kan erverve aksjer uten å betale kompensasjon for dette. Utvalgets flertall foreslår at tilbyder skal betale differansen mellom høyeste betalte eller avtalte pris og tilbud-

sprisen til aksjeeiere som har akseptert tilbudet, dersom tilbyder kjøper eller avtaler kjøp til høyere pris enn tilbudsprisen innen seks måneder etter utløpet av tilbudsperioden. Mindretallet går imot forslaget.

Høringsinstansene er også delt i sitt syn på utvalgets vurderinger.

Departementet viser til at utvalgets forslag etter omstendighetene vil kunne innebære en til dels betydelig omfordeling av kursrisiko mellom selger som har akseptert et pliktig tilbud og kjøper som fremsatte tilbudet. Forslaget innebærer at kjøper vil måtte kompensere tidligere kjøpere av aksjer for eventuell kursstigning i de påfølgende seks måneder, dersom kjøper erverver ytterligere aksjer til en høyere pris. Normalt er det imidlertid slik at det er selger av et formuesgode som selv må bære risikoen for at verdien av dette formuesgodet endrer seg i etterkant av salget. Etter departementets syn er det ikke påvist hensyn av en tilstrekkelig tyngde som skulle tilsi at en avviker dette utgangspunktet i denne situasjonen. Tilbudsprisen skal være minst like høy som det høyeste vederlag tilbyderen har betalt eller avtalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte, og det må normalt da kunne legges til grunn at tilbudsprisen reflekterer markedsprisen for aksjene. Selv om det kan tenkes avvik fra dette utgangspunktet, er ikke dette i seg selv tilstrekkelig begrunnelse for å innføre en regel som fraviker etablerte avtaleprinsipper på vesentlige punkter, jf. tilsvarende i Justisdepartementets høringsuttalelse som departementet slutter seg til. Det vises også til at minoritetsaksjonærenes interesser allerede er styrket på vesentlige punkter, jf. forslagene om senking av tilbudspliktsgrensen og gjentatt tilbudsplikt. Etter departementets syn reduserer disse forslagene behovet for en regel om etterfølgende kompensasjon. For øvrig vises til at det gjelder avtalefrihet på dette området, jf. NHOs høringsuttalelse om dette. Ved behov kan derfor partene avtaleregulere en eventuell etterfølgende kompensasjon.

26.5 Endringer i reglene om etterfølgende erverv

26.5.1 Norsk rett

Det er gitt regler om tilbudsplikt ved etterfølgende erverv i vphl. § 4-6 første ledd. Bestemmelsen gjelder for det første den aksjeeier som representerer mer enn 40 prosent av stemmene, men som ikke har gitt tilbud i samsvar med bestemmelsene om pliktige tilbud fordi passeringen av tilbudsplikt-

grensen ikke utløste tilbudsplikt. Dette kan for eksempel skyldes at passeringen av tilbudspliktsgrensen skjer ved konsolidering uten erverv eller ved ervervsform som er unntatt fra tilbudsplikt etter vphl. § 4-2 første ledd (arv, gave, vederlag ved skifte, fisjon eller fusjon) eller vphl. § 4-3 første ledd (finansinstitusjoners erverv for å begrense eller unngå tap på engasjement). For det andre gjelder bestemmelsen aksjeeiere som ved lovens ikrafttredelse (1. desember 1997) representerte mellom 40 og 45 prosent av stemmene og som ikke er omfattet av tilbudsplikt etter hovedregelen i vphl. § 4-1 fordi tilbudspliktsgrensen ikke passerer (med mindre det skjer et nedsalg til under 40 prosent og tilbudspliktsgrensen passerer ved senere erverv).

26.5.2 EØS-rett

Gjennomføringen av direktivet tilsier ikke endringer i regler om etterfølgende erverv. Det følger imidlertid av art. 5(6) at medlemsstatene kan fastsette ytterligere tiltak og bestemmelser for å beskytte aksjeeierne i målselskapet så lenge slike tiltak og bestemmelser ikke forhindrer et normal forløp av et tilbud

26.5.3 Utvalgets forslag

Som en konsekvens av at tilbudspliktsgrensen foreslås senket til 1/3 (ev. 30 prosent) av stemmene i selskapet, foreslår utvalget at reglene om etterfølgende erverv endres i tråd med den nye tilbudspliktsgrensen. Utvalget uttaler (NOU 2005: 17 punkt 6.4.4)

«Utvalget presiserer at aksjeeiere som representerer mellom 1/3 og 40 prosent av stemmene etter ikrafttredelse av utvalgets forslag, ikke vil være underlagt tilbudsplikt etter hovedregelen i vphl. § 4-1 fordi den nye tilbudspliktsgrensen ikke passerer. Disse vil derimot være underlagt tilbudsplikt ved ethvert senere erverv etter utvalgets forslag til vphl. § 4-6 nytt annet ledd og forslag til presisering i overgangsregler romertall IV nr. 2 bokstav a. Utvalget bemerker for øvrig at tilbyder kan unngå tilbudsplikt ved nedsalg etter vphl. § 4-8, jf. § 4-9, jf. henvisningen til bestemmelsene i forslaget til § 4-6 nytt tredje ledd.»

Utvalget foreslår at regelen plasseres som et nytt annet ledd i § 4-6.

Utvalget foreslår videre å presisere at reglene om etterfølgende erverv ikke gjelder erverv ved tegning i emisjon hvor vedkommende aksjeeiers stemmeandel synker (utvanning) fordi han ikke

tegner seg fullt ut for sin forholdsmessige andel, jf. forslag til vphl. § 4-6 nytt annet ledd.

Utvalget foreslår også å presisere i lovteksten at etterfølgende erverv som foretas av finansinstitusjoner for å begrense eller unngå tap på engasjement i henhold til vphl. § 4-3, ikke utløser tilbudsplikt ved etterfølgende erverv, jf. utkastet § 4-3 første ledd.

Utvalget foreslår videre enkelte språklige endringer som følge av at uttrykket «børs» erstattes gjennomgående i vphl. kapittel 4 med «regulert marked».

26.5.4 Høringsinstansenes merknader

Ingen høringsinstanser har gitt merknader til utvalgets forslag på dette punktet.

26.5.5 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om å endre reglene om etterfølgende erverv i tråd med den nye tilbudspliktgrensen og nye regler om gjentatt tilbudsplikt. Det vises til omtale ovenfor i hhv. punkt 26.1 og 26.2. Etter endringen vil aksjeeier som har passert grensen for tilbudsplikt eller grensene for gjentatt tilbudsplikt på en måte som ikke utløser tilbudsplikt, og derfor ikke har fremsatt pliktig tilbud, ved ethvert etterfølgende erverv som øker stemmeandelen ha plikt å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet, jf. lovforslaget § 6-6 annet ledd.

Departementet slutter seg videre til utvalgets forslag om å presisere at reglene om etterfølgende erverv ikke gjelder erverv ved tegning i emisjon hvor vedkommende aksjeeiers stemmeandel synker (utvanning) fordi han ikke tegner seg fullt ut for sin forholdsmessige andel, jf. lovforslaget § 6-6 annet ledd.

Videre foreslår departementet i tråd med utvalgets forslag å innta en presisering om at tilbudsplikt ikke inntreer når en finansinstitusjon erverver aksjer i et selskap for å unngå eller begrense tap på engasjement, jf. lovforslaget § 6-3.

26.6 Tilbudspris og vederlag ved pliktige tilbud

26.6.1 Norsk rett

Det er gitt regler om tilbudspris og vederlag ved pliktig tilbud i vphl. § 4-10. Ifølge vphl. § 4-10 annet ledd skal et pliktig tilbud omfatte alle selskapets aksjer, herunder aksjer med begrenset stemmekt eller uten stemmerett. Etter vphl. § 4-10 fjerde

ledd skal tilbudsprisen være minst like høy som det høyeste vederlag tilbyderer har betalt eller avtalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntreder. Dersom det er klart at markedskursen når tilbudsplikten inntreder er høyere enn den pris som følger av første punktum, skal tilbudsprisen være minst like høy som markedskursen. Har tilbyderer etter at tilbudsplikten inntreder og før utløpet av tilbudsperioden betalt eller avtalt høyere vederlag enn tilbudsprisen, skal nytt tilbud anses fremsatt med en tilbudspris som svarer til det høyere vederlag. Etter vphl. § 4-5 vil den prisen nærstående betaler eller avtaler måtte medregnes.

Det følger av vphl. § 4-10 sjette ledd at oppgjør i henhold til tilbudet skal skje i penger. Et tilbud kan likevel gi aksjeeierne rett til å velge annet oppgjør.

Opgjøret skal garanteres av finansinstitusjon som er gitt adgang til å drive virksomhet i Norge etter nærmere regler fastsatt av børsen, og oppjøret skal finne sted snarest og senest innen 14 dager etter tilbudsperiodens utløp, jf. vphl. § 4-10 syvende og åttende ledd.

26.6.2 EØS-rett

Direktivet art. 5 inneholder særskilte krav til bl.a. tilbudsprisen og vederlaget ved fremsettelse av pliktige tilbud. Etter art. 5(1) skal det ved inntreden av tilbudsplikt rettes et tilbud til samtlige aksjeeiere som omfatter alle deres eierandeler i selskapet. Prisen skal være «the equitable price as defined in paragraph 4». Ifølge art. 5(4) første ledd anses «equitable price» å være:

«The highest price paid for the same securities by the offeror, or person acting in concert with him/her, over a period, to be determined by the Member States, of not less than six months and not more than 12 before the bid...»

Etter art. 5(4) annet ledd kan medlemsstatene, under forutsetning av at de generelle prinsipper for minoritetsbeskyttelse er overholdt, gi tilsynsmyndigheten anledning til å justere prisen i forhåndsdefinerte tilfeller og i henhold til klart definerte kriterier.

Vederlaget som tilbys kan etter art. 5(5) første ledd være «securities, cash or a combination of both». I den grad aksjeeierne ikke tilbys likvide omsettelige verdipapirer notert på et regulert marked, skal tilbudet ha et kontantalternativ, jf. art. 5(5) annet ledd. Dersom tilbyder, eller noen denne skal konsolideres med mot vederlag i kontanter, har ervervet aksjer som representerer mer enn 5 prosent av stemmene i målselskapet i løpet av peri-

oden fastsatt i henhold til art. 5(4) første ledd, skal tilbudet inneholde et alternativ om vederlag i kontanter, jf. art. 5(5) tredje ledd. Medlemslandene er etter art. 5(5) fjerde ledd gitt anledning til å kreve at tilbudet inneholder et kontantvederlag i alle tilfeller.

26.6.3 Utvalgets forslag

Utvalget legger til grunn at gjeldende norske regler oppfyller de minimumskrav som følger av direktivet når det gjelder krav til tilbudspris og vederlag ved pliktige tilbud, og finner det ikke nødvendig å foreslå materielle endringer på dette punkt, jf. NOU 2005: 17 punkt 7.3.

26.6.4 Høringsinstansenes merknader

NHO viser til direktivet art. 5 som gir regler om tilbudspris og vederlag ved pliktig tilbud. NHO mener det bør vurderes om verdipapirhandelloven fortsatt skal kreve at tilbudet inneholder et kontantalternativ i alle tilfeller, eller om det bør innføres regler som åpner for å akseptere tilbud med helt eller delvis oppgjør i likvide verdipapirer, slik direktivet art. 5(5) åpner for.

Når det gjelder tilbudsprisens størrelse, ber NHO om at bestemmelsen i vphl. § 4-10 om pålegg om å oppjustere tilbudsprisen på basis av et generelt kriterium (markedsprisen) bør vurderes erstattet med en hjemmel til myndighetene til å fastsette justeringsbestemmelse i overensstemmelse med direktivet. NHO uttaler til dette:

«Når det gjelder tilbudsprisens størrelse, gir vphl § 4-10 (4) annet punktum pålegg om å oppjustere tilbudsprisen (fastsatt i samsvar med første punktum) på basis av et generelt kriterium – «markedskursen». Etter NHOs mening kan det reises spørsmål om bestemmelsen er i overensstemmelse med direktivets krav til prosedyre og kriterier for slik justering. Direktivet

artikkel 5 (4) andre og tredje ledd fastsetter at medlemsstatene «may authorise their supervisory authorities to adjust the price»...«in circumstances and in accordance with criteria that are clearly determined». Etter NHOs mening kan det reises spørsmål ved om dette ikke innebærer at det skal fattes en beslutning om justering i den enkelte sak. Bestemmelsen i § 4-10 bør derfor vurderes erstattet med en hjemmel til myndighetene til å fastsette justeringsbestemmelse i overensstemmelse med direktivet.»

Ingen av de øvrige høringsinstanser har merknader til utvalgets forslag.

26.6.5 Departementets vurdering

Departementet legger i likhet med utvalget til grunn at gjeldende norske regler oppfyller de minimumskrav som følger av direktivet når det gjelder krav til tilbudspris og vederlag ved pliktige tilbud. Etter departementets syn foreligger det ikke tilstrekkelige grunner til å endre gjeldende regler om at tilbudet i alle tilfeller skal inneholde et kontantalternativ. Allerede etter gjeldende rett kan tilbyder gi aksjeeierne rett til å velge annet oppgjør. Departementet mener her hensynet til at minoritetsaksjeeierne gis rett til å velge en oppgjørsform, veier tyngre enn et eventuelt behov for tilbyder å gjøre opp med annet enn penger. Det legges opp til å videreføre gjeldende rett på dette punktet.

Departementet foreslår i tråd med utvalgets forslag redaksjonelle endringer i § 6-10 syvende ledd, slik at det fremgår at oppjøret skal garanteres av finansinstitusjon med tillatelse til å stille slik garanti i Norge. I annet punktum foreslås i tråd med utvalgets forslag at kompetansen til å gi nærmere forskrifter om garanti som nevnt i første punktum tillegges tilbudsmyndigheten. Det vises til forslag til vphl. § 6-10 syvende ledd annet punktum.

27 Frivillige tilbud

27.1 Norsk rett

Det følger av vphl. § 4-18 første ledd at bestemmelsene i § 4-10 siste ledd og §§ 4-13 til 4-16 får tilsvarende anvendelse ved frivillige tilbud som innebærer at tilbudsplikt etter § 4-1 inntreffer hvis tilbudet aksepteres av de som kan benytte det. Vphl. § 4-10 siste ledd krever at tilbyder ikke skal forskjellsbehandle aksjeeiere ved fremsettelse av tilbud, § 4-13 gjelder krav til tilbudsdokumentet, § 4-14 omhandler godkjenning og offentliggjøring av tilbudet, § 4-15 gjelder dekning av utgifter til slik godkjenning og offentliggjøring, og § 4-16 gjelder selskaps uttalelse om tilbudet.

Bestemmelsen gjelder ikke ved tilbud som rettes særskilt til enkelte aksjeeiere, med mindre tilbudet fremsettes samtidig eller i sammenheng og har samme innhold, jf. annet ledd i § 4-18.

Det er således viktige forskjeller mellom kravene til frivillige og pliktige tilbud. For eksempel gjelder kravene til tilbudspris og vederlagsform ikke ved frivillige tilbud. Videre står tilbyder ved et frivillig tilbud fritt til å stille betingelser eller ta forbehold i tilbudet, mens det ikke er adgang til dette ved pliktige tilbud, jf. § 4-10 tredje ledd.

Dersom et frivillig tilbud fører til at grensen for tilbudsplikt overskrides, må det som hovedregel fremsettes et pliktig tilbud etter reglene i vphl. § 4-1 flg.

I vphl. § 4-1 femte ledd gjøres unntak fra tilbudsplikt dersom det frivillige tilbudet var fremsatt (i) i samsvar med reglene om pliktige tilbud, og (ii) dette var opplyst i tilbudsdokumentet.

27.2 EØS-rett

Direktivet gjelder ifølge art. 1(1) for alle overtakelsestilbud uavhengig av om tilbudet er pliktig eller frivillig, med enkelte unntak. I art. 2 (1) bokstav a) er det definert hva som menes med frivillige tilbud:

«'takeover bid' or 'bid' shall mean a public offer (other than by the offeree company itself) made to the holders of the securities of a company to acquire all or some of those securities, whether mandatory or voluntary, which follows

or has as its objective the acquisition of control of the offeree company in accordance with national law».

Utvalget drøfter hvilke tilbud som skal anses som frivillige tilbud etter direktivet, jf. art. 2(1) bokstav a). Utvalget legger til grunn at direktivet ikke omfatter frivillige tilbud som fremsettes etter at kontroll er oppnådd og pliktig tilbud fremmet. Dersom et tilbud omfattes av reglene, må tilbudet fremsettes i tråd med direktivets minimumskrav så langt de passer, se NOU 2005: 17 punkt 8.2.1. Reglene om krav til informasjon i direktivet art. 6, om tilbudsperiode i art. 7, og offentliggjøring i art. 13 vil gjelde.

Ifølge direktivet art. 5 (2) kan det gjøres unntak fra tilbudsplikt dersom det er fremsatt et frivillig tilbud i overensstemmelse med direktivets regler om pliktig tilbud. Utvalget legger til grunn at medlemsstatene har adgang til å ha strengere krav for unntak fra tilbudsplikt, jf. art. 3 (2) bokstav a). Utvalget legger videre til grunn at det ikke er adgang til å gjøre unntak fra tilbudsplikt for frivillige tilbud som ikke oppfyller kravene i art. 5 (2), jf. art. 3 (2) bokstav a).

27.3 Utvalgets forslag

Utvalget har vurdert gjeldende norsk regel om frivillige tilbud i vphl. § 4-18. Utvalget foreslår å videreføre gjeldende rett, og uttaler (NOU 2005: 17 punkt 8.4.1):

«Utvalget finner grunn til å bemerke at vurderingen av om tilbudet er et frivillig tilbud etter vphl. § 4-18 vil være skjønnsmessig. Etter omstendighetene vil et tilbud som rettes til så få som to aksjeeiere kunne anses som et frivillig tilbud etter vphl. § 4-18.

Det bemerkes ellers at de betingede (begrensede) tilbud som nevnt i sitatet ovenfor, og som faller utenfor reglene om frivillig tilbud, likevel vil være gjenstand for alminnelig kjøps- og avtalerettslig regulering. I tillegg vil forbudet mot å benytte urimelige forretningsmetoder ved handel i finansielle instrumenter etter vphl. § 2-5 (§ 2-9 fra 1. september 2005), samt kravet om at god forretningsskikk skal iakttas

ved henvendelser som rettes til allmennheten eller til enkeltpersoner med tilbud om kjøp av finansielle instrumenter, gjelde også for slike tilbud. Kravet til god forretningsskikk vil bl.a. innebære visse forpliktelser med hensyn til likebehandling av aksjeeierne, forholdsmessig avkorting av aksepter mv., se nærmere NOU 1996: 2 s. 127 annen spalte nederst.»

Utvalget foreslår etter en nærmere vurdering ikke endringer i gjeldende adgang til å stille betingelser for oppfyllelsen av et frivillig tilbud. Utvalget uttaler bl.a. følgende om dette (NOU 2005: 17 punkt 8.4.1):

«Etter gjeldende rett står tilbyder i utgangspunkt helt fritt til å stille betingelser for oppfyllelsen av et frivillig tilbud. Dette er også en adgang som benyttes i stor grad i praksis, og også med skjønnsmessige og generelt utformede forbehold, hvilket medfører at tilbyder har en stor grad av frihet mht. om han skal oppfylle tilbudet eller ikke. Den fleksibilitet dette gir for tilbyder, gjør at selskapsovertakelser gjerne gjennomføres i form av frivillige tilbud i stedet for pliktige tilbud der det ikke er anledning til å sette vilkår. Den forutsigbarhet tilbudspliktreglene gir minoritetsaksjeeierne vil derfor ofte først bli aktuell etter at selskapsovertagelsen gjennom det frivillige tilbudet er skjedd. Eksempelvis kan et tilbud være betinget av en viss tilslutning fra aksjeeierne, myndighetsgodkjennelser, tilfredsstillende selskapsgjennomgang (due diligence) og fremtidige resultater. Den fleksibilitet dette gir tilbyder i strukturering av tilbudet overfører risikoen for at betingelsene oppfylles fra tilbyder til de aksjeeiere som aksepterer tilbudet.

I britiske City Code on Takeovers and Mergers rule 13 heter det at et tilbud normalt ikke kan ha betingelser som bare beror på tilbyders subjektive vurderinger. Etter de svenske reglene kan tilbyder bare trekke tilbake et frivillig tilbud dersom det er klart at han ikke oppnår en betinget tilslutning fra aksjeeierne, at det er offentliggjort et for aksjeeierne bedre tilbud, eller at det er klart at det er oppstilt andre vilkår som er av vesentlig betydning for tilbyders erverv av målselskapet, og som det er klart at ikke oppfylles.

Utvalget vil bemerke at selv om tilbyder som et utgangspunkt bør ha adgang til å stille betingelser ved fremsettelse av frivillige tilbud, kunne hensynet til aksjeeiernes behov for forutberegnelighet tale for at denne adgang ikke burde være helt ubegrenset. Det vil imidlertid etter utvalgets vurdering være vanskelig å utforme en retts teknisk god regel som på en fornuftig måte trekker grensen mellom akseptable og ikke akseptable vilkår, hvilket illustre-

res av de til dels skjønnspregede begrensningene som følger av de britiske og svenske reglene. Det forhold at gjeldende regler ikke ser ut til å ha skapt særlige problemer i praksis, taler også for at det ikke er tilstrekkelig grunn til å endre gjeldende rett på dette punkt. Utvalget har på denne bakgrunn kommet frem til at det ikke vil foreslå innskrenkninger i adgangen til å stille betingelser for oppfyllelsen av frivillige tilbud.»

Utvalget foreslår å videreføre adgangen til unntak fra tilbudsplikt dersom det frivillige tilbudet var fremsatt (i) i samsvar med reglene om pliktige tilbud, og (ii) dette var opplyst i tilbudsdokumentet, jf. vphl. § 4-1 femte ledd.

For å avklare eventuell tolkningstvil med hensyn til dagens vphl. § 4-1 femte ledd, dvs. regelen om at tilbudsplikt også inntre når erververen tidligere har fremsatt frivillig tilbud, med mindre det frivillige tilbudet var fremsatt i samsvar med reglene om pliktige tilbud og dette var opplyst i tilbudsdokumentet, foreslår utvalget at det presiseres i loven at det må opplyses om at det frivillige tilbudet medfører at det ikke vil inntre tilbudsplikt ved overskridelse av grensen for dette. Etter utvalgets syn er denne opplysningen av sentral betydning for aksjeeiernes vurdering av det frivillige tilbudet.

Utvalget foreslår videre å presisere i § 4-1 femte ledd i tråd med direktivet art. 5 (2) at unntaket gjelder når det er oppnådd kontroll som følge av det frivillige tilbudet. Utvalget viser til at det må fremsettes pliktig tilbud også etter frivillige tilbud etter vphl. § 4-1 femte ledd, dersom det frivillige tilbudet ikke har medført at grensen for pliktig tilbud er passert, men grensen senere passerer. Det samme vil gjelde dersom det etter et frivillig tilbud foretas et nedsalg som passerer grensen ovenfra, og påfølgende erverv fører til at tilbudspliktgrensen på nytt passerer nedenfra. Tilsvarende vil gjelde i forhold til bestemmelsen om gjentatt tilbudsplikt etter forslaget til vphl. § 4-6 nytt første ledd.

Det vises for øvrig til at utvalget foreslår at enkelte nærmere regler om tilbud og tilbudsdokumentet skal gjelde for frivillige tilbud, jf. omtale nedenfor i kapittel 28.

27.4 Høringsinstansenes merknader

Oslo Børs støtter for så vidt forslaget, men gir uttrykk for at det burde innføres flere ufravikelige krav for frivillige tilbud. Børsen uttaler:

«Det er gjennom frivillige tilbud den faktiske overtagelsen typisk gjøres og eventuelle bud-

kamper skjer under reglene for frivillige tilbud. Utvalget har en kort diskusjon av dette på slutten av kap 8.4.1 hvor det blant annet henvises til svenske og engelske regler som begrenser tilbyders mulighet til å sette ensidige eller skjønnsmessige betingelser for tilbudet. Oslo Børs mener slike regler med hell kunne vært innført også i norsk rett. Utvalget synes å være av samme oppfatning, men har funnet det vanskelig å utforme en retts teknisk god regel. Børsen ser dette problemet, men antar at dette kan løses ved at noe større skjønn tillegges tilbudsmyndigheten slik det er gjort i Sverige og England.»

Oslo Børs peker videre på at finansieringsforbehold er et eksempel på betingelser i frivillige tilbud som synes regulert i direktivet, uten at dette er hensyntatt i utvalgets forslag. Art. 3 (1) (e) i direktivet krever at myndighetene skal påse at "an offeror must announce a bid only after ensuring that he/she can fulfil in full any cash consideration if such is offered ...". Oslo Børs er usikre på om dette pålegger myndighetene å fastsette begrensninger i muligheten til å ta slike forbehold. Børsen viser til at forslaget ikke inneholder begrensninger på dette punkt, og gir uttrykk for at det kan være grunn til å implementere bestemmelsen, for eksempel ved en tilføyelse i § 4-18.

Handelshøyskolen BI slutter seg til forslaget til endring av vphl. § 4-18 om frivillige tilbud.

Ingen av de øvrige høringsinstansene har hatt merknader til utvalgets forslag på dette punktet.

27.5 Departementets vurdering

I likhet med utvalget, foreslår departementet å videreføre hovedtrekkene i gjeldende regler for frivillige tilbud, jf. vphl. § 6-19 og § 6-5 første ledd. Det vises til utvalgets generelle vurderinger som departementet slutter seg til.

Departementet slutter seg også til utvalgets forslag om å presisere i loven at det må opplyses om at det frivillige tilbudet medfører at det ikke vil innføre tilbudsplikt ved overskridelse av grensen for dette, jf. forslag til endring i vphl. § 6-1 femte ledd. En slik presisering vil bidra til å avklare en eventuell tolkningstvil mht. gjeldende rett.

Departementet slutter seg videre til utvalgets forslag om å presisere i vphl. § 6-1 femte ledd i tråd med direktivet art. 5(2) at unntaket gjelder når det er oppnådd kontroll som følge av det frivillige tilbudet.

Når det gjelder høringsmerknadene fra Oslo Børs, bemerker departementet at direktivet ikke synes å kreve at det innføres ytterligere krav til frivillige tilbud enn hva som følger av gjeldende rett med presiseringer som foreslått av utvalget. Etter departementets vurdering er det på nåværende tidspunkt heller ikke hensiktsmessig å innføre vesentlige nye krav til frivillige tilbud. Det vises til utvalgets drøftelse på dette punkt som departementet i hovedsak slutter seg til.

28 Nærmere regler om tilbudet og tilbudsdokumentet

28.1 Melding om tilbud og offentliggjøring av tilbudsdokument

28.1.1 Norsk rett

Det følger av vphl. § 4-8 første ledd at når tilbudsplikt inntreffer etter §§ 4-1 til 4-6, skal den som har tilbudsplikt «straks» gi melding om dette til børsen og til selskapet. I meldingen skal det angis om det vil bli fremsatt tilbud om kjøp av de øvrige aksjer i selskapet eller om det vil foretas salg i henhold til § 4-9. Børsen skal offentliggjøre meldingen. Det er ikke fastsatt en tilsvarende meldeplikt knyttet til beslutning om fremsettelse av frivillige tilbud. Dersom tilbyder er notert kan imidlertid en slik plikt tenkes å følge av børsforskriften § 5-2, jf. børsloven § 5-7, hvorefter et børsnotert selskap uoppfordret og umiddelbart skal offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår selskapet.

Det følger av vphl. § 4-10 første ledd at et pliktig tilbud skal fremsettes «uten ugrunnet opphold» og senest innen fire uker etter at tilbudsplikten inntrådte.

Tilbudet og tilbudsdokumentet skal godkjennes av børsen før tilbudet fremsettes eller offentliggjøres, jf. vphl. § 4-14 første ledd.

Etter at tilbudet er godkjent skal den tilbudspliktige sende det til alle aksjeeiere med kjent oppholdssted og gjøre det kjent for ansatte i selskapet. Selskapet plikter å medvirke til at utsendelse kan finne sted, jf. § 4-14 annet ledd.

Bestemmelsene nevnt ovenfor i § 4-14 gjelder tilsvarende ved frivillige tilbud som innebærer at tilbudsplikt etter § 4-1 inntreffer hvis tilbudet aksepteres av de som kan benytte det, jf. vphl. § 4-18 første ledd.

28.1.2 EØS-rett

Direktivet art. 6 til 8 stiller bl.a. krav til offentliggjøring av melding om at tilbud vil bli fremsatt, krav til utarbeidelse og offentliggjøring av et tilbudsdokument, minstekrav til innholdet i tilbudsdokumentet og regler om tilbudsperiodens lengde.

Ifølge direktivet art. 6(1) skal medlemsstatene sikre at beslutning om å fremme et offentlig tilbud offentliggjøres uten forsinkelser («without delay»),

og at tilsynsmyndigheten blir informert om at det vil bli fremsatt et tilbud. Medlemsstatene kan kreve at tilsynsmyndigheten informeres før slik beslutning offentliggjøres.

Styret i henholdsvis målselskapet og tilbyder-selskapet skal umiddelbart etter at meldingen om beslutningen er offentliggjort, informere de ansattes representanter. Dersom selskapet ikke har noen representant for de ansatte, skal informasjon gis direkte til de ansatte.

Etter art. 6(2) første ledd skal medlemsstatene sikre at tilbyder utarbeider og i god tid («in good time») offentliggjør et tilbudsdokument som inneholder de opplysninger som er nødvendige for at aksjeeierne i målselskapet kan ta stilling til tilbudet på et velinformert grunnlag. Pliktige tilbud skal fremmes så snart som mulig («at the earliest opportunity») etter at tilbudsplikten inntrådte, jf. art. 5 (1).

Tilbudsdokumentet skal oversendes tilsynsmyndigheten før det offentliggjøres, jf. art. 6(2) første ledd. Når tilbudsdokumentet offentliggjøres skal målselskapet og tilbyder informere de ansattes representanter om tilbudet. Dersom selskapet ikke har noen representant for de ansatte, skal informasjon gis direkte til de ansatte.

Direktivet art. 6(2) annet ledd bestemmer at dersom tilbudsdokumentet er gjenstand for forutgående godkjennelse av tilsynsmyndigheten, jf. første ledd, og tilbudsdokumentet har blitt godkjent, skal det, med forbehold om et eventuelt krav om oversettelse, anerkjennes i enhver annen medlemsstat der målselskapets aksjer er opptatt til notering på et regulert marked, uten at det skal være nødvendig med noen godkjennelse fra tilsynsmyndigheten i vedkommende medlemsstat.

Direktivet stiller ikke noe direkte vilkår om forhåndsgodkjennelse fra tilsynsmyndigheten, men synes å forutsette at medlemsstatene kan kreve dette.

Bestemmelsen innfører et «single passport» for tilbudsdokument som er forhåndsgodkjent av tilsynsmyndigheten i vedkommende medlemsstat.

Tilsynsmyndighetene i andre medlemsstater der målselskapets aksjer er opptatt til notering, kan bare kreve at det i tilbudsdokumentet inntas ytter-

ligere opplysninger dersom det er tale om spesifikke opplysninger for det aktuelle regulerte marked, og som gjelder formalitetene som må oppfylles ved aksept av tilbudet og mottakelse av det vederlag som skal betales, samt de skatteordninger som gjelder for det vederlag som tilbys aksjeeierne.

Etter art. 8(1) skal medlemsstatene sikre at et tilbud offentliggjøres på en slik måte at det sikres åpenhet i markedet og innsyn med hensyn til aksjene i målselskapet, tilbyder og ethvert annet selskap som påvirkes av tilbudet, særlig for å forhindre at det offentliggjøres eller spres uriktige eller villedende opplysninger.

Det følger av art. 8(2) at medlemsstatene skal sikre at alle opplysninger og dokumenter som kreves etter art. 6 offentliggjøres på et slikt vis at de blir lett og raskt tilgjengelige for aksjeeierne, i det minste i de medlemsstatene hvor målselskapet er opptatt til notering på et regulert marked, og for ansatte eller representanter for de ansatte i målselskapet og tilbyderselskapet.

28.1.3 Utvalgets forslag

Utvalget har drøftet krav til melding om tilbud og offentliggjøring av tilbud i NOU 2005: 17 punkt 9.2. Når det gjelder tidspunktet for offentliggjøring av tilbud, har utvalget uavhengig av direktivet vurdert om plikt til å gi melding bør inntre allerede «ved inngåelse av avtale om erverv som utløser tilbudsplikt», m.a.o. noe tidligere enn gjeldende regel som oppstiller meldeplikt først ved ervervstidspunktet. Utvalget uttaler (NOU 2005: 14 punkt 9.2.3):

«Hensynet til å sikre at aksjeeierne og markedet blir informert om situasjonen tidligst mulig, taler for at melding om tilbudet burde offentliggjøres allerede på avtaletidspunktet. Utvalget peker på at dette forhold kan søkes avhjulpet ved at terskelgrensene for flaggeplikt harmoniseres med grensen for tilbudsplikt, jf. vphl. § 3-2 femte ledd, som fastslår at flaggemelding skal gis «straks avtale om erverv eller avhendelse er inngått». En slik løsning vil innebære at melding vil bli offentliggjort både ved avtaletidspunktet og ved ervervstidspunktet. Utvalget viser i denne sammenheng til at direktiv 2004/109/EF om løpende og periodisk rapportering åpner for at medlemsstatene kan velge mellom en flaggegrense på 1/3 og 30 prosent, slik at harmonisering mellom de to regelsett på dette punkt vil kunne gjennomføres uavhengig av hvor man beslutter å legge tilbudspliktgrensen.»

Utvalget foreslår å videreføre gjeldende regler om at den som har tilbudsplikt straks skal gi melding om dette til børsen og til selskapet, jf. vphl. § 4-8 første ledd første punktum.

Utvalget foreslår videre at den tilbudspliktige og selskapet umiddelbart etter at meldingen er offentliggjort skal informere sine ansatte, jf. utkastet § 4-8 nytt annet ledd.

Utvalget foreslår i tråd med direktivet å innføre en regel om at den som har fattet en beslutning om å fremme et frivillig tilbud «straks» skal gi melding om dette, jf. forslag til vphl. § 4-18 nytt tredje ledd.

Utvalget legger til grunn at direktivet ikke er til hinder for at melding om fremsettelse av tilbud offentliggjøres ved at melding gis til tilbudsmyndigheten som deretter legger meldingen inn i sitt informasjonssystem, og utvalget ser dette som hensiktsmessig måte å offentliggjøre slik melding på.

Utvalget peker på at direktiv 2004/109/EF om løpende og periodisk rapportering åpner for større valgfrihet for selskapene vedrørende hvilket medium som benyttes til offentliggjøring av opplysninger. Utvalget mener en bør avvente en nærmere vurdering av dette spørsmål til man har sett hvorledes slike alternative former for offentliggjøring fungerer i forhold til reglene om periodisk og løpende rapportering.

Utvalget foreslår å videreføre gjeldende krav om at pliktige tilbud skal fremsettes «uten ugrunnet opphold» etter at tilbudsplikten inntrådte, jf. vphl. § 4-10..

I tråd med direktivet, foreslår utvalget at det innføres tilsvarende krav for frivillige tilbud. Utvalget foreslår at den som har fattet en beslutning om fremsettelse av frivillig tilbud som omhandlet i første ledd, straks skal gi melding til tilbudsmyndigheten og til selskapet.

Det legges opp til at tilbudsmyndigheten skal offentliggjøre meldingen, samt at tilbyder og selskapet skal umiddelbart etter at meldingen er offentliggjort informere sine ansatte. Slike frivillige tilbud skal fremsettes innen rimelig tid etter at beslutning om fremsettelse av frivillig tilbud er fattet, jf. forslaget § 4-18 fjerde ledd.

Utvalget foreslår i tråd med direktivets regler visse tilføyelser i vphl. §§ 4-8, 4-14 og 4-18 vedrørende tilbyderselskapets og målselskapets plikt til å informere sine ansatte om tilbudet, jf. vphl. § 4-8 nytt annet ledd og § 4-14 nytt tredje ledd og 4-18 nytt tredje ledd annet punktum.

Utvalget foreslår videre at en «single passport» regel for offentlige tilbud som er forhåndsgodkjent av tilsynsmyndigheten i en annen medlemsstat, inntas som et nytt fjerde ledd i vphl. § 4-14.

28.1.4 Høringsinstansenes merknader

Oslo Børs forslår at melding om tilbudsplikt skal gis «straks», og uttaler:

«Etter forslaget § 4-8 første ledd oppstår den tilbudspliktiges plikt til å offentliggjøre budet (gjennom børsen) «når tilbudsplikt inntre». Tilbudsplikten inntre etter § 4-1 første ledd for «den som gjennom erverv blir eier». Dette er i praksis forstått slik at det vesentligste av eierrettighetene er gått over på eier. Således vil avtale om erverv som regel ikke være tilstrekkelig. I forarbeider og praksis er det lagt til grunn at tilbudsplikten normalt oppstår når de utløsende aksjene er registrert på erververs VPS-konto. Dette innebærer at det fra avtaletidspunktet til meldeplikten etter § 4-8 inntre vil være et tidsrom der det foreligger ikke-utlignet innsideinformasjon. Aksjer kjøpt over børs vil eksempelvis først være på erververs konto tre dager etter handelsdagen. Problemstillingen er hensyntatt i forhold til flaggeplikten som oppstår «straks avtale om erverv eller avhendelse er inngått». Direktivets fortale (12) omhandler også problemstillingen: 'To reduce the scope for insider dealing, an offeror should be required to announce his/her decision to launch a bid as soon as possible and to inform the supervisory authority of the bid'. På denne bakgrunn foreslås at § 4-8 første ledd bør lyde:

«Når avtale om erverv som vil utløse tilbudsplikt etter § 4-1 til 4-6 er inngått skal den som har eller vil få tilbudsplikt straks gi melding....»

Det er naturlig at meldeplikten reserveres for ubetingede avtaler, men dette vil være naturlig å henvise til tolkning evt nærmere omtale i forarbeidene.»

Ingen andre høringsinstanser har uttalt seg om utvalgets forslag på dette punktet.

28.1.5 Departementets vurdering

Etter gjeldende rett inntre tilbudsplikt ved erverv som utløser tilbudsplikt. Dette er forstått slik at det vesentligste av eierrettighetene må ha gått over før tilbudsplikt utløses. Den som har tilbudsplikten skal da varsle dette ved å sende melding til børsen og selskapet, jf. gjeldende vphl. § 4-8 første ledd. Børsen offentliggjør deretter tilbudet.

Oslo Børs uttaler at melding om tilbud bør offentliggjøres på et tidligere tidspunkt enn hva som følger av gjeldende rett, ved at tilbudsplikten bør inntre ved inngåelse av avtale om erverv. *Oslo Børs* peker på at det kan oppstå problemer mht. innsideinformasjon i perioden fra avtale om erverv er inngått til melding om tilbud offentliggjøres.

For å forebygge slike problemer, er det etter departementets oppfatning hensiktsmessig å endre reglene om offentliggjøring av melding om tilbudsplikt i tråd med børsens forslag. Etter departementets oppfatning foreligger ikke gode grunner for en plikt til å offentliggjøre tilbudet både på avtaletidspunktet og ervervstidspunktet. Departementet foreslår derfor at melding skal sendes når avtale om erverv som vil utløse tilbudsplikt etter § 6-1 til 6-6 er inngått, jf. lovforslaget § 6-8 første ledd, og at tilbudsmyndigheten deretter skal offentliggjøre tilbudet, jf. nedenfor. Departementet slutter seg videre til forslaget fra utvalget om å erstatte «børs» med «tilbudsmyndighet» i vphl. § 6-8, jf. nærmere omtale i punkt 31.1.5.

Når det gjelder frivillige tilbud, forslår departementet i tråd med direktivet og utvalgets forslag å innføre en regel om at den som har fattet en beslutning om å fremme et frivillig tilbud «straks» skal gi melding om dette, jf. forslag til vphl. § 6-19 nytt tredje ledd. Slike frivillige tilbud skal fremsettes innen rimelig tid etter at beslutning om fremsettelse av frivillig tilbud er fattet, jf. lovforslaget § 6-19 fjerde ledd.

Departementet slutter seg på bakgrunn av direktivet til utvalgets forslag om visse tilføyelser i verdipapirhandelloven vedrørende tilbyderselskapers og målselskapets plikt til å informere sine ansatte om tilbudet.

Når det gjelder pliktige tilbud, slutter departementet seg til utvalgets forslag om å videreføre kravet i gjeldende rett om at tilbud skal fremsettes uten ugrunnet opphold og senest innen fire uker etter at tilbudsplikten inntrådte, jf. vphl. § 6-10 første ledd.

For å bringe norske regler i samsvar med direktivforpliktelser, foreslås i tråd med utvalgets forslag å innføre et «single passport» for tilbudsdokument som på forhånd er blitt godkjent av tilsynsmyndigheten i enhver annen medlemsstat, jf. lovforslaget § 6-14 fjerde ledd. Reglene bygger på direktivet art. 6(2). Etter forslaget skal et tilbudsdokument som er godkjent av tilsynsmyndigheten i en annen EØS-stat, anses godkjent fra det tidspunkt det foreligger melding fra EØS-staten om at tilbudsdokumentet er utarbeidet i samsvar med EØS-regler som svarer til tilbudspliktsdirektivet og som er godkjent av tilsynsmyndigheten i vedkommende EØS-stat. Tilbudsmyndigheten i andre medlemsstater enn der tilbudsdokumentet er blitt godkjent, kan kun kreve at det i tilbudsdokumentet inntas ytterligere opplysninger som er spesifikke for det aktuelle regulerte markedet og som gjelder formalitetene som må oppfylles ved aksept av tilbudet og mottak av vederlag som skal betales samt

skatteordninger som gjelder for det vederlag som tilbys aksjeeierne, jf. art. 6(2) annet ledd. Tilbudsmyndigheten kan i alle tilfelle stille krav om at tilbudsdokumentet oversettes.

28.2 Krav til tilbudsdokumentets innhold

28.2.1 Norsk rett

Det følger av vphl. § 4-13 første ledd at den som har tilbudsplikt skal utarbeide et tilbudsdokument som gjengir tilbudet og gir riktige og fullstendige opplysninger om forhold av betydning ved vurderingen av tilbudet. Bestemmelsen gjelder pliktige tilbud og frivillige tilbud. Etter vphl. § 4-13 annet ledd skal tilbudsdokumentet særskilt angi følgende forhold:

1. tilbyders navn og adresse, samt organisasjonsform og organisasjonsnummer dersom tilbyder er et foretak,
 2. opplysninger om nærstående som nevnt i § 4-5, herunder grunnlaget for identifikasjon og eventuelle aksjeeieravtaler,
 3. hvilke aksjer og lån som nevnt i aksjeloven § 11-1 og allmennaksjeloven § 11-1 i det børsnoterte selskapet som eies av tilbyder eller noen som nevnt i § 4-5,
 4. tilbudspris, oppgjørsfrist og oppgjørsform, samt hvilke garantier som stilles for oppfyllelse av tilbyders forpliktelser,
 5. prinsippene som er lagt til grunn for verdsettelsen av formuesgjenstander som tilbys som oppgjør, herunder opplysninger om forhold som må tillegges vekt ved bedømmelsen av spørsmålet om å tegne eller erverve verdipapirer,
 6. frist for aksept av tilbudet og hvordan tilbudet skal aksepteres,
 7. hvordan kjøpet av aksjene skal finansieres,
 8. særlige fordeler som etter avtale tilstås medlemmer av ledelsen eller styrende organer i selskapet eller som noen av disse er stilt i utsikt,
 9. hvilken kontakt tilbyderen har hatt med ledelsen eller styrende organer i selskapet før fremsettelsen av tilbudet,
 10. formålet med å overta kontrollen i selskapet og planer for videre drift, reorganisering m.v. av selskapet og det konsern som dette inngår i,
 11. den betydning gjennomføringen av tilbudet vil få for de ansatte, herunder de rettslige og økonomiske og arbeidsmessige virkninger, og
 12. juridiske og skattemessige konsekvenser av tilbudet.
13. Tilbudsdokumentet skal undertegnes av den tilbudspliktige, jf. vphl. § 4-13 siste ledd.

28.2.2 EØS-rett

Ifølge direktivet art. 6(3) skal tilbudsdokumentet minst («at least») inneholde opplysninger om:

1. tilbudets vilkår,
2. tilbyderens identitet og, dersom tilbyder er et selskap, selskapsform, navn, og selskapets forretningskontor («registered office»),
3. de aksjer eller aksjeklasser som tilbudet gjelder,
4. vederlaget per aksje eller aksjeklasse, og ved pliktige tilbud, den metode som er brukt for å fastsette vederlaget, samt opplysninger om hvorledes vederlaget skal gis,
5. erstatning som tilbys for rettigheter som kan bli tilsidesatt som følge av gjennombruddsregelen i direktivets art. 11(4) med nærmere opplysninger om hvilken metode som er brukt for å fastsette vederlaget, samt opplysninger om hvorledes erstatningen skal gis,
6. den største og minste andel av aksjer som tilbyder forplikter seg til å erverve,
7. opplysninger om tilbyders eksisterende eierandeler i målselskapet, og personer som tilbyder har forpliktende samarbeid med («persons acting in concert with him/her»),
8. alle betingelser og forbehold tilbudet er underlagt,
9. tilbyderens planer vedrørende den framtidige virksomheten i målselskapet og, i den grad det påvirkes, tilbyderselskapet selv, deres ansatte og ledelse, inkludert enhver vesentlig forandring i ansettelsesvilkår, og særlig målselskapets strategiske planer for selskapet og hvilken virkning disse kan forventes å få på sysselsetting og lokaliseringen til selskapets virksomhet,
10. fristen for å akseptere tilbudet,
11. dersom det vederlaget som tilbys omfatter verdipapir av noe slag; opplysninger om disse verdipapirene,
12. opplysninger om finansieringen av oppkjøpet,
13. identiteten til person som har inngått forpliktende samarbeid («acting in concert») med tilbyder eller målselskapet, og når det gjelder selskaper, selskapsform, navn og forretningskontor, samt deres forhold til tilbyder, og dersom det lar seg gjøre, til målselskapet,
14. hvilken nasjonal lovgivning som vil gjelde for de avtaler som inngås mellom tilbyder og aksjeeierne som følge av tilbudet, samt vernetting for avgjørelse av tvister.

28.2.3 Utvalgets forslag

Utvalget omhandler krav til tilbudsdocumentets innhold i NOU 2005: 17 punkt 9.3. Utvalget legger til grunn at det i stor grad er samsvar mellom gjeldende vphl. § 4-13 og de krav til innholdet i tilbudsdocumentet som følger av direktivets art. 6(3). Utvalget foreslår imidlertid enkelte endringer og tilføyelser i bestemmelsen, i samsvar med direktivets krav. Utvalget foreslår at det i ny nr. 2 stilles krav om at det i tilbudsdocumentet må opplyses om hvilke aksjer eller aksjeklasser tilbudet gjelder. Utvalget foreslår også at det i nr. 5 (nåværende nr. 4) stilles krav om at tilbudsdocumentet må opplyse hvilken metode som er brukt for å fastsette tilbudsprisen, jf. direktivet art. 6(3) bokstav (d). Det foreslås videre inntatt en ny nr. 14 om at tilbudsdocumentet skal inneholde opplysninger om den største og minste andel aksjer som tilbyder forplikter seg til å erverve. Bestemmelsen vil imidlertid kun være aktuell ved fremsettelse av frivillige tilbud, fordi pliktige tilbud må fremsettes som et tilbud om erverv av samtlige av målselskapets aksjer, og det er heller ikke adgang til å ta forbehold om oppnåelse av en bestemt akseptgrad ved fremsettelse av pliktige tilbud. Utvalget foreslår også en ny nr. 15 om krav til opplysninger om erstatning ved oppkjøp av selskaper som har vedtektsfestet en «gjennombruddsregel» som angitt i direktivet art. 11(4), etter mønster av direktivet art. 6(3) bokstav (e). Videre foreslås en nr. 16 om plikt til å opplyse om lovvalg og vernetting vedrørende tvister som måtte oppstå i forbindelse med inngåtte avtaler mellom tilbyder og aksjeeierne, etter mønster av direktivet art. 6(3) bokstav (n).

28.2.4 Høringsinstansenes merknader

Ingen høringsinstanser har gitt merknader til utvalgets forslag på dette punktet.

28.2.5 Departementets vurdering

Bestemmelser om tilbudsdocumentets innhold er i gjeldende rett gitt i vphl. § 4-13. For å bringe norske regler i samsvar med direktivets krav til innhold i tilbudsdocumentet, foreslås i tråd med utvalgets forslag enkelte endringer og tilføyelser til gjeldende regler, som foreslås inntatt i § 6-13. Det foreslås at ny nr. 2 krever at det i tilbudsdocumentet gis opplysninger om hvilke aksjer eller aksjeklasser tilbudet gjelder. Som en konsekvens av dette blir gjeldende § 6-13 annet ledd nåværende nr. 2 til 12 blir nr. 3 til 13. Videre foreslås at det i nr. 5 (nåværende nr. 4) stilles krav om at tilbudsdocu-

mentet må opplyse hvilken metode som er brukt for å fastsette tilbudsprisen. Det foreslås videre ny nr. 14 om at tilbudsdocumentet skal inneholde opplysninger om den største og minste andel aksjer som tilbyder forplikter seg til å erverve, som kun vil gjelde ved frivillige tilbud. Det foreslås også en ny nr. 15 om krav til opplysninger om erstatning ved oppkjøp av selskaper som har vedtektsfestet en «gjennombruddsregel». Endelig foreslås ny nr. 16 om plikt til å opplyse om lovvalg og vernetting vedrørende tvister som måtte oppstå i forbindelse med inngåtte avtaler mellom tilbyder og aksjeeierne.

28.3 Frist for å akseptere tilbud

28.3.1 Norsk rett

Det følger av vphl. § 4-11 at det pliktige tilbudet skal angi en frist for aksjeeier til å akseptere tilbudet (tilbudsperiode). Fristen kan ikke settes kortere enn 4 uker og ikke lengre enn 6 uker. Dersom tilbyder innen utløpet av tilbudsperioden fremsetter et nytt tilbud, forlenges tilbudsperioden slik at det gjenstår minst 2 uker til fristens utløp, jf. § 4-12 annet ledd.

Det er ikke fastsatt regler med tilsvarende krav til frivillige tilbud.

28.3.2 EØS-rett

Ifølge direktivet art. 7(1) skal aksjeeierne sikres en frist for å akseptere tilbudet som minst er på to uker, og ikke mer enn ti uker, regnet fra det tidspunkt tilbudsdocumentet ble offentliggjort.

Medlemsstatene kan likevel tillate at tilbudsperioden strekker seg ut over 10 uker, forutsatt at tilbyder gir minst to ukers varsel om når akseptfristen utløper, og at slik forlenget tilbudsperiode ikke vil være unødig til hinder for målselskapets alminnelige utøvelse av sin virksomhet, jf. art. 3(1) bokstav (f).

Det følger videre av art. 7(2) at medlemsstatene kan gi regler om avvikende frister i nærmere spesifiserte tilfeller. Medlemsstatene kan også tillate at tilsynsmyndigheten kan innvilge at tilbudsfristen som angitt i art. 7(1) fravikes av hensyn til å gi målselskapet anledning til å innkalle aksjeeierne til generalforsamling for å vurdere tilbudet.

28.3.3 Utvalgets forslag

Utvalget drøfter frist for å akseptere tilbud i NOU 2005: 17 punkt 9.4. Når det gjelder pliktige tilbud, foreslår utvalget å videreføre gjeldende regel i vphl. § 4-11 om forbud mot kortere akseptfrist enn

fire uker. For frivillige tilbud foreslår utvalget en fristbestemmelse i samsvar med direktivets minimumskrav på to uker.

Når det gjelder spørsmålet om tilbudsperiodens maksimumslengde, foreslår utvalget at gjeldende maksimumsperiode på seks uker for pliktige tilbud opprettholdes, jf. vphl. § 4-12. Ved frivillige tilbud foreslås at fristen ikke kan settes lenger enn ti uker, jf. direktivets krav. Forslagene er inntatt i vphl. § 4-18 nytt femte ledd første punktum.

Utvalget foreslår videre at bestemmelsen i vphl. § 4-12 annet ledd om forlengelse av tilbudsperioden med minst to uker ved fremsettelse av nytt tilbud gis anvendelse også for frivillige tilbud.

Utvalget foreslår også at departementet gis hjemmel til i forskrift å gi nærmere bestemmelser om adgang til å fravike lovens alminnelige krav til lengste tillatte tilbudsperiode. Det vises til forslag til vphl. 4-11 nytt annet ledd og § 4-18 nytt femte ledd annet punktum.

28.3.4 Høringsinstansenes merknader

Oslo Børs mener det kan være behov for en dispensasjonsmulighet som nevnt i direktivet art. 7 (2), i tillegg til at departementet kan fastsette regler om forlengelse av tilbud utover de angitte 10 uker. *Oslo Børs* viser til at en slik skjønnsmessig adgang for tilbudsmyndigheten vil måtte veie hensyn for og mot forlengelse. *Oslo Børs* antar at slik myndighet kan gis i forskrift.

Ingen av de øvrige høringsinstansene har gitt merknader til utvalgets forslag på dette punktet.

28.3.5 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets forslag og vurdering av å videreføre regler om forbud mot kortere akseptfrist enn 4 uker for så vidt gjelder pliktige tilbud. Videre foreslår departementet i tråd med utvalgets forslag å videreføre gjeldende regel om at tilbudsperiodens maksimumslengde er seks uker for pliktige tilbud. Bestemmelsen foreslås inntatt i lovforslaget § 6-11.

For frivillige tilbud foreslår departementet i tråd med utvalgets forslag en fristbestemmelse i samsvar med direktivets minimumskrav på to uker, jf. forslag til § 6-19 femte ledd. Departementet slutter seg til utvalgets vurdering. I tråd med direktivet og utvalgets forslag foreslås at fristen ikke kan settes lenger enn ti uker, jf. forslag til vphl. § 6-19 nytt femte ledd første punktum.

Departementet foreslår videre at regelen i vphl. § 4-12 annet ledd om forlengelse av tilbudsperioden med minst to uker ved fremsettelse av nytt til-

bud gis anvendelse også for frivillige tilbud, jf. lovforslaget § 6-12 annet ledd.

Departementet foreslår i tråd med utvalgets forslag at det fastsettes en forskriftshjemmel slik at det kan gis nærmere bestemmelser om adgang til å fravike lovens alminnelige krav til lengste tillatte tilbudsperiode. Dette gjelder både ved pliktig og frivillige tilbud. Det vises til lovforslaget 6-11 annet ledd og § 6-19 femte ledd annet punktum. Det legges til grunn at et eventuelt behov for en dispensasjonsmulighet i tillegg til at departementet kan fastsette regler om forlengelse av tilbud utover de angitte 10 uker kan vurderes i forbindelse med forskriftsarbeidet, jf. høringsmerknaden fra *Oslo Børs*.

28.4 Øvrige regler for tilbud

28.4.1 Norsk rett

Verdipapirhandeloven kapittel 4 har ingen uttrykkelig bestemmelse om bortfall av tilbud.

Det følger av vphl. 4-12 at tilbyder kan fremsette et nytt tilbud før tilbudsperiodens utløp, dersom tilbudet blir godkjent av børsen. Selskapets aksjeeiere har rett til å velge mellom tilbudene. Dersom det fremsettes et nytt tilbud, skal tilbudsperioden forlenges slik at det gjenstår minst to uker til fristens utløp. Vphl. § 4-10 femte ledd bestemmer at dersom tilbyderen etter at tilbudsplikten inntrådte og før utløpet av tilbudsperioden har betalt eller avtalt høyere vederlag enn tilbudsprisen, skal nytt tilbud anses fremsatt med en tilbudspris som svarer til det høyere vederlag. Tilbudsperioden forlenges på samme måte som etter vphl. § 4-12 annet punktum.

I motsetning til pliktige tilbud, kan frivillige tilbud gjøres betinget. Gjennom betingelser for frivillige tilbud kan tilbyder forbeholde seg retten til å endre eller trekke tilbake tilbudet innenfor rammene av alminnelige avtalerettslige regler. Bestemmelsen i vphl. § 4-12 om nytt tilbud får ikke anvendelse for frivillige tilbud. Det innebærer blant annet at tilbyder kan fremme et nytt frivillig tilbud uten å være bundet av det tidligere tilbudet, dersom det er tatt forbehold om slik endring i det første tilbudet.

Verdipapirhandeloven kapittel 4 inneholder ingen uttrykkelige regler om konkurrerende tilbud.

Verdipapirhandeloven kapittel 4 inneholder ingen regler om offentliggjøring av fremsatte tilbud. Slike krav kan imidlertid forutsetningsvis følge av børsforskriften § 5-2 som inneholder krav til at utsteder av aksjer uoppfordret og umiddelbart skal gi børsen opplysninger som antas å være av betydning for kursen på selskapets aksjer.

28.4.2 EØS-rett

Direktivet art. 13 stiller nærmere minimumskrav til enkelte forhold ved overtakelsestilbud. Utvalget har lagt til grunn at art. 13 bokstav (a) omfatter regler om tilbudets bortfall, bokstav (b) om endring av tilbud og bokstav (e) om tilbudets ugjenkallelige karakter samt betingelser. Bokstav (c) stiller krav til at medlemsstatene har regler om konkurrerende bud, mens bokstav (d) stiller krav til regler om offentliggjøring av resultatet av overtakelsestilbud. Art. 13 gjelder både pliktige og frivillige tilbud. Bestemmelsen oppstiller ingen nærmere krav til innholdet av slike regler.

28.4.3 Utvalgets forslag

Utvalget drøfter i NOU 2005: 17 punkt 12.3 gjennomføringen av kravene til overtakelsestilbud som fremgår av art. 13. Utvalget legger i det vesentligste til grunn at art. 13 er gjennomført i norsk rett.

Utvalget foreslår at det innføres en generell regel om at tilbyder straks må offentliggjøre resultatet av et tilbud. Utvalget foreslår i tråd med direktivet at bestemmelsen skal omfatte både pliktige og frivillige tilbud. Det vises til forslag til vphl. ny § 4-17 a.

28.4.4 Høringsinstansenes merknader

Offentliggjøring av resultat av fremsatte tilbud

FNH og *NHO* støtter forslaget om å innføre plikt for tilbyder til å straks offentliggjøre resultatet av

ethvert fremsatt tilbud, jf. utvalgets forslag til ny § 4-17a. *NHO* støtter også at dette skal gjelde både pliktige og frivillige tilbud.

Tilbaketrekning av tilbud

Oslo Børs viser til at er ifølge direktivet art 13 a) skal nasjonale regler inneholde regulering av «the irrevocability of bids and the conditions permitted». Etter *Oslo Børs*' vurdering gir henvisningen til generell avtalerett noe svak veiledning i forhold til risikoen for at et annonsert tilbud trekkes. *Oslo Børs* viser til at avtalerettens lære om bristende forutsetning ikke alltid gir åpenbare og lett forutberegnelige svar i forhold til annonserte tilbud. *Oslo Børs* anbefaler at det gis en forskriftshjemmel som i hvert fall dekker muligheten til å frafalle et annonsert eller gitt tilbud.

Ingen av de øvrige høringsinstansene har uttalt seg om utvalgets forslag på dette punktet.

28.4.5 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til forslaget om å innføre en plikt for tilbyder til straks å offentliggjøre resultatet av ethvert fremsatt tilbud, jf. lovforslaget § 6-18. Bestemmelsen vil gjelde både pliktige og frivillige tilbud. Det vises til utvalgets vurdering som departementet slutter seg til. Bestemmelsen vil gjennomføre direktivet art. 13 bokstav d).

Departementet ser for øvrig ingen grunn til å foreslå en forskriftshjemmel om tilbaketrekning av tilbud, jf. *Oslo Børs* høringsuttalelse.

29 Oppkjøpsvern

29.1 Begrensninger og plikter for styret i målselskapet

29.1.1 Norsk rett

Vphl. § 4-17 fastsetter begrensninger i målselskapets handlefrihet. Bestemmelsen gjelder kun ved pliktige tilbud, jf. vphl. § 4-18. Etter at selskapet er underrettet om at tilbud skal fremsettes etter § 4-1, § 4-2 tredje ledd eller § 4-6 og inntil tilbudsperioden er utløpt og resultatet klart, kan styret eller daglig leder ikke treffe vedtak om

1. utstedelse av aksjer eller andre finansielle instrumenter av selskapet eller av et datterselskap,
2. fusjon av selskapet eller datterselskap,
3. salg eller kjøp av vesentlige virksomhetsområder i selskapet eller dets datterselskaper, eller andre disposisjoner av vesentlig betydning for arten eller omfanget av virksomheten, eller
4. kjøp eller salg av selskapets aksjer.

De nevnte begrensningene gjelder ifølge vphl. § 4-17 annet ledd ikke disposisjoner som er en del av selskapets normale løpende forretningsdrift, eller tilfeller der generalforsamlingen har gitt styret eller daglig leder fullmakt til å treffe de aktuelle vedtak med sikte på oppkjøpssituasjoner.

Det er gitt ytterligere regler om begrensninger i styrets handlefrihet i en overtagelsessituasjon i børsloven § 5-15. Styret i et børsnotert allmennaksjeselskap som befinner seg i en overtagelsessituasjon, kan ikke foreta en rettet emisjon til en eller flere bestemt angitte personer eller foretak på grunnlag av en fullmakt fra generalforsamlingen etter reglene i allmennaksjeloven § 10-14, med mindre fullmakten går ut på dette.

Ifølge børsloven § 5-15 siste ledd kan Kongen fastsette nærmere regler om når et allmennaksjeselskap skal anses for å være i en overtagelsessituasjon etter denne bestemmelse. Kompetansen er delegert til Finansdepartementet, og er hittil ikke benyttet.

29.1.2 EØS-rett

Direktivet art. 9(2) og 9(3) oppstiller begrensninger i styrets handlefrihet fra det tidspunkt målselskapet mottar opplysninger som nevnt i art. 6(1), dvs. melding om det offentlige tilbudet. Begrensningene varer frem til resultatet av tilbudet er offentliggjort eller tilbudet bortfaller. Begrensningene gjelder både ved pliktige og frivillige tilbud. Etter art. 9(2) kan styret i denne perioden ikke uten generalforsamlingens forhåndsgodkjennelse foreta seg noe som kan være til hinder for tilbudet, særlig ikke utstede aksjer for å forhindre at tilbydereren overtar kontrollen i målselskapet. Kapitalforhøyelser, utstedelse av konvertible obligasjoner, salg eller heftelse av målselskapets eiendeler, tilbakekjøp av egne aksjer, og salg av selskapets egne aksjer til personer eller selskaper som står ledelsen i målselskapet nær mm. omfattes av bestemmelsen (jf. «any action»). Styret gis imidlertid adgang til å innhente konkurrerende bud fra andre, uten at forhåndsgodkjennelse fra generalforsamlingen er nødvendig.

Direktivet art. 9(3) stiller videre krav om generalforsamlingens forhåndsgodkjennelse av visse beslutninger som er fattet av styret før det er gitt melding om det offentlige tilbudet, men som helt eller delvis ikke er gjennomført. Forhåndsgodkjennelse kreves for gjennomføring av enhver slik beslutning som ikke er en del av selskapets normale forretningsdrift, og som vil kunne være til hinder for gjennomføringen av oppkjøpet.

Det følger av art. 9(4) at det for å ta stilling til forsvarstiltak som angitt i art. 9(2) og 9(3) kan innkalles til generalforsamling med kort varsel, men ikke kortere enn to uker.

Medlemsstatene står imidlertid fritt mht. om de vil gjennomføre direktivet art. 9(2) og 9(3) i nasjonal lovgivning, slik at gjennomføringen av disse bestemmelsene er frivillig.

Det er i art. 12(2) gitt regler om at medlemsstater som velger å ikke gjennomføre de nevnte direktivbestemmelsene i nasjonal rett, skal gi selskaper som har sitt forretningskontor på deres område anledning til å beslutte å ha regler som åpner for generalforsamlingens forhåndsgodkjennelse av forsvarstiltak. Slik beslutning skal etter art. 12(2)

annet ledd fattes av generalforsamlingen i samsvar med lovgivningen i den medlemsstat der selskapet har sitt forretningskontor, og i henhold til reglene om endringer av vedtekter. Generalforsamlingens beslutning skal formidles til tilsynsmyndighetene i vedkommende medlemsstat, samt til tilsynsmyndighetene i andre medlemsstater der verdipapirene er opptatt til notering, eller der det er søkt om opptak til notering på et regulert marked.

29.1.3 Utvalgets forslag

Utvalget peker på at direktivet art. 9(2) har en mer konkret angivelse av hvilke disposisjoner styret og ledelsen er forhindret fra å foreta enn hva som følger av gjeldende § 4-17, samt at medlemsstatene står fritt i å velge gjennomføring av direktivets regler om forsvarstiltak, forutsatt at selskapene gis mulighet til å gjennomføre tilsvarende regler gjennom vedtektsendring.

Utvalget foreslår etter en nærmere vurdering å ikke endre vphl. § 4-17 i overensstemmelse med art. 9(2) og 9(3). Utvalget uttaler (NOU 2005: 17 punkt 10.1.3):

«Utvalget har vurdert hvorvidt vphl. § 4-17 bør gis en mer generell utforming etter mønster av direktivet. Utvalget vil bemerke at en bestemmelse som stiller krav om generalforsamlingens forhåndsgodkjennelse av ethvert tiltak som vil kunne være til hinder for gjennomføringen av tilbudet, vil kunne favne meget vidt. Direktivet gjør heller ikke unntak for disposisjoner som er en del av selskapets normale løpende forretningsdrift, bortsett fra når det gjelder gjennomføring av beslutninger styret har fattet før melding er gitt om tilbudet. Selv om det vil kunne være enkelte fordeler med en mer generelt utformet forbudsbestemmelse, taler hensynet til forutberegnelighet og klarhet i forhold til hvilke disposisjoner som etter loven krever generalforsamlingens forhåndsgodkjennelse til fordel for en mest mulig konkret utformet regulering. Hensynet til at målselskapets alminnelige virksomhetsutøvelse bør kunne forløpe mest mulig uforstyrret av tilbudet, taler også for at styret og ledelsens handlefrihet ikke bør innskrenkes mer enn nødvendig. Utvalget viser for øvrig til den norske anbefaling om eierstyring og selskapsledelse av 7. desember 2004 pkt. 13 første ledd der det heter at styret ikke uten særlige grunner bør søke å forhindre eller vanskeliggjøre at noen fremsetter tilbud på selskapets virksomhet eller aksjer. Selv om anbefalingen ikke er rettslig bindende, må anbefalingen forventes å bli tillagt betydelig vekt når styret i noterte selskaper vurderer hvilke disposisjoner de kan og bør foreta i en

overtakelsessituasjon uten først å innhente generalforsamlingens godkjennelse. Dersom styret iverksetter forsvarstiltak til skade for aksjeeierfellesskapets interesser vil dette også kunne medføre erstatningsansvar for styret, selv om disposisjonene ikke skulle falle inn under oppregningen i vphl. § 4-17. Utvalget viser videre til at vphl. § 4-17 dekker de mest sentrale disposisjoner som styret kan tenkes å iverksette i en oppkjøpssituasjon, og har på bakgrunn av en samlet vurdering av de ovenfor nevnte forhold kommet fram til at det ikke er behov for å gi vphl. § 4-17 en mer generell utforming.»

Når det gjelder reguleringen i direktivet av selskapets handlefrihet gjennom vedtektsendring, jf. art. 12(2) og art. 9, viser utvalget til at norske allmennaksjeselskaper står fritt til å innføre krav til generalforsamlingens forhåndsgodkjennelse av styrets iverksettelse av forsvarstiltak gjennom de alminnelige reglene om vedtektsendringer i allmennaksjeloven § 5-18.

Utvalget legger imidlertid til grunn at det som følge av direktivet art. 12(2) må innføres en bestemmelse i vphl. § 4-17, som uttrykkelig fastslår selskapenes rett til å gi art. 9 i direktivet anvendelse gjennom reglene om vedtektsendring.

Utvalget legger videre til grunn at det som følge av direktivet art. 12(2) annet ledd må kreves at selskaper som velger å innføre art. 9 gjennom reglene om vedtektsendring, må melde dette til de relevante tilsynsmyndigheter. Utvalget foreslår at det inntas en bestemmelse om slik meldeplikt i vphl. § 4-17, jf. forslag i vphl § 4-17 om nytt tredje og femte ledd.

Utvalget peker videre på at vphl. § 4-17 og børsloven § 5-15 til dels er overlappende bestemmelser. En sentral forskjell mellom de to bestemmelsene slik de i dag er utformet er at vphl. § 4-17 er begrenset til å gjelde ved fremsettelse av pliktige tilbud, mens børsloven § 5-15 også gjelder ved fremsettelse av frivillige tilbud. Utvalget legger til grunn at forbudet mot å foreta rettede emisjoner fortsatt bør gjelde både ved frivillige og pliktige tilbud.

Utvalget har i forlengelsen av dette vurdert om også de øvrige begrensninger i ledelsens handlefrihet i vphl. § 4-17 bør gis anvendelse på frivillige overtakelsestilbud, og foreslår at anvendelsesområdet til vphl. § 4-17 utvides til også å omfatte frivillige tilbud.

Utvalget uttaler bl.a. følgende om dette (NOU 2005: 17 punkt 10.1.3)

«Utvalget viser til at en betydelig andel selskapsovertakelser skjer gjennom fremsettelse

av frivillige overtakelsestilbud. Selv om det forhold at tilbyder ved frivillige tilbud står fritt mht. tilbudspris, forbehold om akseptgrad, vilkår om at det ikke inntre vesentlige endringer i målselskapets virksomhet i tilbudsperioden mv. innebærer at tilbyder ikke vil ha like sterkt behov for å vernes mot målselskapets forsvarstiltak i disse tilfellene, gjør på den annen side hensynet til å sikre at målselskapets styre og ledelse ikke legger hindringer i veien for en selskapsovertakelse uten at et tilstrekkelig flertall aksjeeiere ønsker det, seg gjeldende i like stor grad ved frivillige tilbud. Etter utvalgets vurdering bør hensynet til aksjeeierne tillegges avgjørende vekt (...).»

Forslaget foreslås inntatt i endring av vphl. § 4-18 første ledd. Utvalget foreslår videre at børsloven § 5-15 oppheves på bakgrunn av at rettede emisjoner også vil omfattes av vphl. § 4-17.

29.1.4 Høringsinstansenes merknader

Sparebankforeningen, FNH og NHD uttaler at de støtter utvalgets forslag til regler om oppkjøpsvern.

Justisdepartementet støtter forslaget om at anvendelse av direktivets art. 9 (2) og (3) og art. 11 gjøres valgfritt for selskapet, jf. vphl. § 4-17 tredje og fjerde ledd. Justisdepartementet bemerker at det kan være grunn til å avvende utviklingen i noen flere land før det tas endelig standpunkt i Norge.

Norges Bank gir uttrykk for at de mener den presise oppstillingen av tiltak som ikke kan iverksettes i dagens § 4-17 er å foretrekke fremfor en generell bestemmelse «som i verste fall kan ødelegge verdier fordi styret i målselskapet ikke tør gjennomføre naturlige markedstiltak»

Handelshøyskolen BI støtter forslaget om at vphl. § 4-17 også gis anvendelse for frivillige tilbud som omfattes av vphl. § 4-18.

Ingen av de øvrige høringsinstansene har uttalt seg om utvalgets vurdering på dette punktet.

29.1.5 Departementets vurdering

Departementet viser til at direktivets regler i art. 9(2) og (3) om begrensninger i styrets handlefrihet i perioden fra målselskapet mottar melding om offentlig tilbud til resultatet er offentliggjort eller tilbudet bortfaller er valgfrie å gjennomføre i norsk rett, jf. art. 12, forutsatt at selskapene gis anledning til å innføre tilsvarende regler gjennom vedtektenes.

Departementet slutter seg til utvalgets vurdering av å videreføre gjeldende regler om begrens-

ninger i målselskapets handlefrihet i tilbudsperioden.

Norske allmennaksjeselskaper står etter departementets vurdering fritt til å innføre krav til generalforsamlingens forhåndsgodkjennelse av styrets iverksettelse av forsvarstiltak gjennom alminnelige regler om vedtektsendringer i allmennaksjeloven § 5-18. For å fastslå uttrykkelig at selskapenes rett til å gi direktivets bestemmelser om begrensninger i målselskapets handlefrihet anvendelse, jf. art. 9, foreslås å presisere dette i lovteksten. Samtidig foreslås krav om at selskaper som velger å innføre art. 9 gjennom reglene om vedtektsendring, må melde dette til de relevante tilsynsmyndigheter. Det vises til lovforslaget § 6-17 tredje og femte ledd.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om å gi regler om begrensninger i ledelsens handlefrihet anvendelse for frivillige overtakelsestilbud, jf. endring i lovforslaget § 6-19. Det vises til utvalgets begrunnelse, som departementet slutter seg til.

29.2 Målselskapets uttalelse om tilbudet

29.2.1 Norsk rett

Det følger av vphl. § 4-16 første ledd at når det settes et tilbud etter reglene om tilbudsplikt, skal selskapets styre avgi en uttalelse om tilbudet som bl.a. gir opplysning om de ansattes syn og andre forhold av betydning for vurderingen av om tilbudet bør aksepteres av aksjeeierne. Det kreves ikke at styrets uttalelse inneholder noen anbefaling til aksjeeierne om hvordan disse bør forholde seg, jf. NOU 1996: 2 s. 125, og Ot.prp. nr. 29 (1996-97) s. 81. Dersom styremedlemmer eller daglig leder selv eier aksjer i selskapet skal det imidlertid opplyses om vedkommendes eventuelle standpunkt til tilbudet i egenskap av aksjeeiere. Styrets uttalelse skal foreligge senest en uke før tilbudsperiodens utløp. Uttalelsen skal sendes børsen og gjøres kjent for aksjeeierne og de ansatte. Dersom tilbudet er fremsatt av noen som er medlem av styret i selskapet, eller tilbudet er fremsatt i forståelse med selskapets styre, avgjør børsen hvem som skal avgi uttalelse på vegne av selskapet.

29.2.2 EØS-rett

Det følger av direktivet art. 9(5) at styret i målselskapet skal utarbeide og offentliggjøre et dokument som inneholder styrets begrunnede vurdering av tilbudet. Styrets uttalelse skal omfatte sty-

rets vurdering av konsekvensene av gjennomføringen av tilbudet for alle selskapets interesser, særlig i forhold til sysselsetting, samt styrets vurdering av tilbudsgivers strategiske planer for målselskapet og hvilken effekt disse vil kunne få på sysselsettingen og lokaliseringen av selskapets virksomhet som omhandlet i tilbudsdokumentet, jf. direktivet art. 6(3) bokstav (i). Styret i målselskapet skal samtidig formidle sin vurdering av tilbudet til de ansattes representant, eller i mangel av sådan, direkte til de ansatte. Dersom målselskapets styre innen rimelig tid mottar en særskilt uttalelse fra de ansattes representant om tilbudets innvirkning på sysselsettingen, skal denne vedlegges dokumentet.

29.2.3 Utvalgets forslag

Utvalget peker innledningsvis på at direktivet art. 9(5) stiller til dels mer presise krav til innholdet i styrets uttalelse enn gjeldende vphl. § 4-16 første ledd, og foreslår derfor visse endringer i vphl. § 4-16. Utvalget foreslår at det i loven presiseres at styrets uttalelse skal inneholde en begrunnet vurdering av tilbudet, jf. forslag til endringer i vphl. § 4-16 første ledd nytt første punktum. Styret må vurdere tilbudets konsekvenser i forhold til selskapets interesser, herunder hvilken effekt tilbudsgivers strategiske planer som angitt i tilbudsdokumentet vil kunne få for de ansatte og for lokaliseringen av selskapets virksomhet. Utvalget uttaler i NOU 2005: 17 punkt 10.2.3:

«Styret sitter i en helt sentral posisjon i forhold til å kunne gjøre seg opp en oppfatning om tilbudet, bl.a. på bakgrunn av den innsikt styret må kunne forventes å ha i forhold til selskapets finansielle stilling, fremtidsutsikter mv. Særlig for eiere av mindre aksjeposter som ikke har de nødvendige forutsetninger, ressurser og grunnlagsmateriale til å foreta en velfundert vurdering av tilbudet på egen hånd vil styrets uttalelse være av betydning. Utvalget vil på denne bakgrunn understreke at styrets vurdering i rimelig utstrekning må være utformet på en slik måte at det fremgår hvilke faktiske forhold, beregninger og prognoser vedrørende selskapets finansielle stilling, fremtidsutsikter mv. som vurderingen er basert på, jf. kravet om at styrets vurdering skal være begrunnet. At styret må underbygge sitt syn nærmere vil samtidig bidra til å sikre at styrets uttalelse er basert på en mest mulig objektiv vurdering av de relevante forhold, og ikke preget av et ønske om å sikre sine egne eller enkeltaksjeeieres interesser. Helt generelle uttalelser, som for eksempel om at styret vurderer tilbudet som

dårlig eller at styret ikke har tro på tilbyders strategiske planer med selskapet, uten at det gis en nærmere redegjørelse for hva som danner grunnlaget for styrets oppfatning, vil ikke være tilstrekkelig.»

Utvalget foreslår i samsvar med direktivet at det i loven presiseres at en særskilt uttalelse fra de ansatte om deres syn på tilbudet skal vedlegges uttalelsen, dersom målselskapets styre innen rimelig tid mottar en slik uttalelse, jf. forslag til endring i vphl. § 4-16 første ledd. Kravet om at uttalelsen fra styret skal foreligge senest en uke før tilbudsperiodens utløp foreslås opprettholdt. Videre foreslår utvalget at vphl. § 4-16 tredje og fjerde ledd opprettholdes i sin nåværende form (med unntak av henvisningen til «tilbudsmyndigheten»). Utvalget uttaler nærmere om dette i NOU 2005: 17 punkt 10.2.3:

«Vphl. § 4-16 krever ikke at styrets uttalelse inneholder noen uttrykkelig anbefaling til aksjeeierne om hvordan disse bør forholde seg. I NOU 1996: 2 s. 125 begrunnes dette med at styret ikke bør tvinges til å ta standpunkt i en situasjon der forskjellige aksjeeiergrupperinger, de ansatte, kreditorene mv. kan ha forskjellige interesser og at spørsmålet derfor kan være dårlig egnet for styrevedtak. Utvalget kan ikke se at direktivet stiller krav til at styret må gi en anbefaling til aksjeeierne om hvorvidt de bør akseptere tilbudet eller ikke, og utvalget vil heller ikke foreslå at det innføres en ubetinget plikt for styret til å gi en slik anbefaling. Utvalget foreslår imidlertid en bestemmelse om at dersom styret ikke finner å kunne gi en anbefaling til aksjeeierne om hvorvidt de bør akseptere tilbudet eller ikke, skal det redegjøres nærmere for bakgrunnen for dette. Det vises for øvrig til uttalelsene i den norske anbefalingen for eierstyring og selskapsledelse s. 23 flg. der det fremheves at det for

«aksjeeierne vil (...) være av særlig interesse at styret bruker sin innsikt om selskapets fremtid til å gjøre estimer av nåverdien av den forventede verdiskapning i selskapet og sammenligner denne med det fremsatte tilbud».

Utvalget vil imidlertid ikke foreslå noen plikt for styret til å gjøre slike estimer, men anser det tilstrekkelig at det stilles krav om at de synspunkter som kommer til uttrykk i styrets uttalelse må begrunnes nærmere.»

29.2.4 Høringsinstansenes merknader

FNH støtter forslaget til regler om oppkjøpsvern.

LO støtter forslaget om at styrets uttalelse skal inneholde en begrunnet vurdering av tilbudets konsekvenser i forhold til selskapets interesser, og

at det presiseres at dette skal inkludere hvilken effekt tilbudsgivers strategiske planer vil kunne få for de ansatte og for lokalisering av selskapet. LO mener det er positivt at utvalget gjennom sitt forslag gir de ansatte mulighet til «innen rimelig tid» å uttale seg om tilbudets virkninger på sysselsettingen. LO forutsetter at den tiden de ansatte får til disposisjon for å uttale seg står i forhold til den enkelte saks kompleksitet.

Ingen øvrige høringsinstanser har uttalt seg til utvalgets forslag på dette punktet.

29.2.5 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om å presisere i loven at styrets uttalelse skal inneholde en begrunnet vurdering av tilbudet, jf. lovforslaget § 6-16 første ledd. Videre forslås i samsvar med direktivet og utvalgets forslag at det i loven presiseres at en særskilt uttalelse fra de ansatte om deres syn på tilbudet skal vedlegges uttalelsen, dersom målselskapets styre innen rimelig tid mottar en slik uttalelse, jf. lovforslaget § 6-16 første ledd. Kravet om at uttalelsen fra styret skal foreligge senest en uke før tilbudsperiodens utløp foreslås opprettholdt. Det vises til utvalgets vurderinger, som departementet i hovedsak slutter seg til.

29.3 Tilsidesettelse av omsetnings- og stemmerettsbegrensninger mv.

29.3.1 Norsk rett

Norsk rett åpner for vedtektsfastsatte og avtalebaserte omsetnings- og stemmerettsbegrensninger. Etter allmennaksjeloven § 4-1 kan et selskap ha flere aksjeklasser, men en stemmesvak aksjeklasse kan ikke uten departementets samtykke utgjøre mer enn halvparten av aksjekapitalen, jf. allmennaksjeloven § 5-4 første ledd annet og tredje pkt.

Ifølge børsforskriften § 2-4 skal noterte aksjer i prinsippet være fritt omsettelige. Dersom selskapet i henhold til vedtekter, lov eller forskrift gitt i medhold av lov er gitt skjønnsmessig adgang til å nekte samtykke til et aksjeerverv eller anvende andre omsetningsbegrensninger, kan adgangen bare benyttes hvis det foreligger skjellig grunn til å nekte samtykke eller til å anvende andre omsetningsbegrensninger, og anvendelsen ikke skaper forstyrrelser i markedet.

29.3.2 EØS-rett

Direktivet art. 11 inneholder regler som åpner for tilsidesettelse av omsetnings- og stemmeretts-

begrensninger i målselskapet i tilbudsperioden. Reglene i art. 11 er ikke obligatoriske, jf. art. 12.

Etter art. 11(2) tilsidesettes vedtektsfastsatte omsetningsbegrensninger i målselskapets verdipapirer «vis-à-vis the offeror» under tilbudsperioden, samt omsetningsbegrensninger som følger av avtale mellom målselskapet og dets aksjeeiere, eller mellom aksjeeierne. Bestemmelsen gjelder bare overfor avtaler som er inngått etter vedtakelsen av direktivet.

Ifølge art. 11(3) skal stemmerettsbegrensninger som følger av målselskapets vedtekter ikke komme til anvendelse på generalforsamling der aksjeeierne skal ta stilling til forsvarstiltak i henhold til art. 9. Som for omsetningsbegrensninger, tilsidesettes også begrensninger i stemmeretten som følge av avtale mellom selskapet og dets aksjeeiere eller avtale mellom aksjeeierne. Verdipapirer med ekstrastemmer («multiple-vote securities») skal etter art. 11(3) tredje ledd kun ha én stemme på generalforsamlinger der det stemmes over forsvarstiltak som angitt i art. 9.

Dersom tilbyder som følge av et oppkjøpstilbud blir eier av 75 prosent eller mer av målselskapets verdipapirer, tilsidesettes omsetnings- og stemmerettsbegrensningene som nevnt i art. 11(2) og 11(3), jf. art. 11(4). Videre tilsidesettes særlige rettigheter til å utpeke og fjerne styremedlemmer. Verdipapirer med ekstrastemmer («multiple-vote securities») skal kun ha én stemme på første generalforsamling etter utløpet av tilbudsperioden, hvor tilbyder innkaller for å endre vedtektene eller utnevne eller skifte ut styremedlemmer i målselskapet. Tilbyderen skal ha rett til å innkalle til slik generalforsamling på kort varsel, såfremt fristen ikke settes kortere enn to uker.

I den grad en aksjeeier i målselskapet lider et økonomisk tap som følge av omsetnings- eller stemmerettsbegrensninger, skal det gis en rimelig («equitable») kompensasjon. De nærmere vilkårene for slik erstatning skal fastsettes av medlemsstatene, jf. art. 11(5).

Etter art. 11(6) skal bestemmelsene i (3) og (4) ikke gjelde verdipapirer hvor stemmerettsbegrensninger er særskilt kompensert («compensated for by specific pecuniary advantages»).

Art. 11 om såkalte gjennombrudd gjelder ikke for selskaper der en medlemsstat eier verdipapirer med særlige rettigheter, så fremt disse rettighetene er i samsvar med EU-traktaten, jf. art. 11(7). Det samme gjelder for andre «special rights» som følger av nasjonal rett (ikke begrenset til medlemslandene).

Selv om medlemsstaten velger å ikke la direktivet art. 11 komme til anvendelse generelt, skal sel-

skaper tillates å velge la bestemmelsen gjelde, med forbehold for art. 11(7). En beslutning om å la bestemmelsen gjelde skal være reversibel. Beslutningen skal treffes av generalforsamlingen etter reglene for vedtektsendring i medlemsstaten hvor selskapet har sitt forretningskontor. En slik beslutning skal meddeles kompetent myndighet i vedkommende medlemsstat og kompetente myndigheter i andre medlemsstater hvor verdipapirene er notert på et regulert marked eller hvor det er anmodet om slik notering.

Etter art. 12(3) kan medlemsstaten bestemme at selskaper som har valgt å la art. 11 (og/eller art. 9(2) og 9(3)) komme til anvendelse, ikke skal være bundet av bestemmelsene likevel, dersom tilbyder selv ikke er underlagt tilsvarende regulering. Tilsvarende gjelder dersom tilbyder er kontrollert av et selskap som omhandlet i direktiv 83/349/EØF om konsoliderte regnskaper art. 1 som ikke selv er underlagt tilsvarende regulering. Selskapenes bestemmelser som nevnt må offentliggjøres uten forsinkelse, jf. art. 12(4).

Etter art. 12(5) må en beslutning om ikke å være bundet av art. 11 overfor selskap som ikke selv er underlagt tilsvarende regulering være godkjent av generalforsamlingen ikke tidligere enn 18 måneder før offentliggjøring av budet.

29.3.3 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår ikke at det innføres en obligatorisk regel om tilsidesettelse av omsetnings- og stemmerettsbegrensninger etter mønster av direktivet art. 11. Utvalget peker i hovedsak på følgende (NOU 2005: 17 punkt 10.3.3)

«For det første er vedtektsbestemmelser som reduserer omsettelighet og stemmerett lite utbredt i Norge. Det ligger allerede en vesentlig beskyttelse av markedets effektivitet og aksjeeiere uten stemmerett i børs- og selskapsretten. Etter at antallet selskaper med flere aksjeklasser med ulik stemmevekt har vært sterkt redusert de senere årene, er det nå (pr. 02.06.05) bare tre noterte selskaper som har flere aksjeklasser med ulik stemmevekt. Gjennomskjæringsreglene i art. 11 inneholder også prinsipielt vanskelige rettslige spørsmål blant annet i forhold til erstatning som kan vise seg vanskelig å regulere på en måte som også beskytter de aksjeeierne som gjennom en høyere markedspris har betalt for stemmesterke aksjer. Når man heller ikke kan forvente at andre land innfører art. 11, jf. bl.a. SOU 2005:58 s. 129, ville det vært uforholdsmessig å pålegge norske selskaper dette. Det kan også være at selskaper har grunner som også i forhold til

oppkjøpssituasjoner må anses som legitime for å ha vedtektsbestemte omsetnings- og stemmerettsbegrensninger.»

Etter utvalgets oppfatning og forslag vil det være opp til generalforsamlingen selv å ta stilling til hvorvidt slike omsetnings- og stemmerettsbegrensninger også skal gjelde i oppkjøpssituasjoner.

Som følge av at selskapene skal kunne velge å anvende reglene i direktivet art. 11, jf. art. 12(2) andre ledd, foreslår utvalget at en bestemmelse i verdipapirhandelloven som fastslår selskapenes rett til selv gjennom vedtektene å innføre direktivet art. 11, jf. forslag til vphl. § 4-17 nytt fjerde ledd første punktum.

Når det gjelder kravet på rimelig kompensasjon for ethvert tap som påføres innehavere av rettigheter som følge av bortfall i henhold til art. 11(2), (3) eller (4), jf. art. 11(5), foreslår utvalget at målselskapets generalforsamling, i et eventuelt vedtak i henhold til art. 12(2), må fastsette de nærmere betingelser for beregning og utbetaling av slik kompensasjon, jf. forslag til vphl. § 4-17 nytt fjerde ledd annet punktum.

Utvalget foreslår videre at det for å oppfylle de krav som følger av direktivet art. 12(2) annet ledd, innføres en bestemmelse om at selskaper som velger å innføre slike bestemmelser gjennom vedtektsregulering, må melde dette til de relevante tilsynsmyndigheter, jf. forslag til vphl. § 4-17 nytt femte ledd.

Utvalget vil ikke foreslå at det innføres en unntaksmulighet overfor enkelte tilbydere som angitt i direktivet art. 12(3), dersom selskapet først har besluttet å ha slike bestemmelser om tilsidesettelse.

29.3.4 Høringsinstansenes merknader

Handelshøyskolen BI synes å mene at utvalget verken har vurdert eller foreslått å implementere «breakthrough»-reglene i direktivet art. 11.

Ingen av de øvrige høringsinstanser har uttalt seg om utvalgets forslag på dette punktet.

29.3.5 Departementets vurdering

Departementet viser til at direktivets regler i art. 11 om tilsidesettelse av omsetnings- og stemmerettsbegrensninger i målselskapet er valgfrie å gjennomføre i norsk rett, jf. art. 12. Departementet slutter seg til utvalgets vurdering av at direktivets bestemmelse på dette punktet ikke gjennomføres. Det vises til at gjeldende rett allerede inneholder

regler som åpner for vedtektsfastsette og avtalebaserte omsetnings- og stemmerettsbegrensninger, som det anses hensiktsmessige å videreføre. For å presisere at selskapet kan velge å anvende reglene om omsetningsbegrensninger mv som fremgår i direktivet art. 11, foreslås i tråd med utvalgets forslag å presisere denne retten i lov, jf. forslag til vphl. § 6-17 nytt fjerde ledd første punktum.

Departementet slutter seg videre til utvalgets forslag om at selskapets generalforsamling i et slikt eventuelt vedtak skal fastsette de nærmere betingelser for beregning og utbetaling av erstatning i henhold til art. 11(5) i direktivet, jf. forslag til vphl. § 6-17 nytt fjerde ledd annet punktum.

Departementet slutter seg også til utvalgets forslag om at selskaper velger å innføre slike begrensninger gjennom vedtektene, skal melde dette til tilbudsmyndigheten, samt til de kompetente myndigheter i andre medlemsstater der selskapet er opptatt til notering på et regulert marked, eller hvor det er anmodet om slik notering, jf. forslag til vphl. § 6-17 nytt femte ledd.

Når det gjelder Handelshøyskolen BIs kommentar, viser departementet til utvalgets drøftelse i NOU 2005: 17 punkt 10.3.

29.4 Selskapenes informasjon om oppkjøpsvernsregler mm.

29.4.1 Norsk rett

Det er gitt regler med krav til innhold i årsberetningen for regnskapspliktige som ikke er små foretak i regnskapsloven § 3-3a. I årsberetningen skal det gis en rettviseende oversikt over utviklingen og resultatet av den regnskapspliktes virksomhet og av dens stilling, sammen med en beskrivelse av de mest sentrale risikoer og usikkerhetsfaktorer den regnskapspliktige står overfor. Videre skal analysen i årsberetningen, der det passer, inneholde henvisninger og tilleggsforklaringer til beløp oppført i årsregnskapet. Det skal også gis opplysninger om finansiell risiko som er av betydning for å bedømme foretakets eiendeler, gjeld, finansiell stilling og resultat. Det skal redegjøres for foretakets eksponering mot markedsrisiko, kredittrisiko og likviditetsrisiko. Årsberetningen skal også inneholde forslag til anvendelse av overskudd eller dekning av tap dersom dette ikke framgår av årsregnskapet. For regnskapspliktig som utarbeider konsernregnskap, skal årsberetningen også dekke virksomheten i konsernet.

I regnskapsloven § 7-26 er det fastsatt nærmere krav til hva aksjeselskap og allmennaksjeselskap

skal opplyse om i årsregnskapet mht. aksjekapitalen og aksjenes pålydende fordelt på hver aksjeklasse, vedtektsbestemmelser om stemmerett, selskapets 20 største aksjeeiere og deres eierandeler mv.

Selskaper som skal avgi regnskap i henhold til IFRS (International Financial Reporting Standards), jf. forordning (EF) nr. 1606/2002 om anvendelse av internasjonale regnskapsstandarder med tilpasninger til EØS-avtalen, jf. regnskapsloven § 3-9, vil i tillegg være underlagt omfattende opplysningskrav i henhold til dette regelsett. Kravene i regnskapsloven § 7-26 vil imidlertid også gjelde for disse selskapene, jf. regnskapsloven § 3-1 siste ledd.

29.4.2 EØS-rett

Etter art. 10 skal medlemsstatene sikre at de selskaper som omfattes av direktivet offentliggjør detaljerte opplysninger om nærmere bestemte forhold som må antas å være relevant for en tilbyder. Opplysningene skal offentliggjøres gjennom selskapets årsberetning, jf. art. 10(2). Etter art. 10(1) bokstav (a)-(k) skal det gis detaljerte opplysninger om følgende forhold:

1. kapitalstrukturen, herunder opplysninger om verdipapirer som ikke er opptatt til handel på et regulert marked i en medlemsstat, angivelse av eventuelle aksjeklasser med opplysninger om de rettigheter og forpliktelser som knytter seg til hver aksjeklasse, og den prosentdel av aksjekapitalen som den utgjør,
2. enhver begrensning i retten til å overdra aksjer eller andre verdipapirer, herunder begrensninger i retten til å eie verdipapirer, eller krav om samtykke til overdragelse fra selskapet eller de øvrige aksjeeiere,
3. vesentlige direkte eller indirekte aksjebesittelser (for eksempel på tvers av vertikale strukturer eller krysseierskap av aksjer) som omhandles i art. 85 i direktiv 2001/34/EF,
4. innehavere av verdipapirer med særlige kontrollrettigheter og en beskrivelse av disse rettigheter
5. kontrollsystemer i forbindelse med eventuelle ansatteaksjeordninger, når stemmeretten ikke utøves direkte av ansatteaksjeeierne,
6. stemmerettsbegrensninger, herunder stemmerettsbegrensninger for aksjeeiere med en nærmere bestemt andel av aksjekapitalen eller stemmene, frister for utøvelse av stemmerettigheter, eller ordninger der de finansielle rettigheter som knytter seg til aksjene i samarbeid

- med selskapet atskilles fra eierskapet av aksjene,
7. aksjeeieravtaler, som er kjent av selskapet og kan medføre begrensninger i mulighetene for å overdra aksjer og/eller stemmeretter som omhandlet i direktiv 2001/34/EF,
 8. gjeldende regler for utpeking og utskifting av medlemmer av selskapets ledelse samt endring av dets vedtekter,
 9. ledelsens fullmakter, særlig hva angår muligheten for å utstede eller kjøpe tilbake aksjer,
 10. vesentlige avtaler, som selskapet har inngått, og som får virkning, endres eller utløper, hvis kontrollen med selskapet endres som følge av et overtakelsestilbud og virkningene, med mindre de er av en slik art at offentliggjørelse vil være til alvorlig skade for selskapet; dette unntaket får ikke anvendelse når selskapet uttrykkelig er forpliktet til å offentliggjøre slike opplysninger i henhold til andre krav i lovgivningen,
 11. avtaler mellom selskapet og dets ledelse eller ansatte som medfører at disse mottar kompensasjon hvis de fratrer eller avskjediges uten grunn eller hvis deres stilling nedlegges som følge av et overtakelsestilbud.

I tillegg til at opplysninger om de ovenfor nevnte forhold skal fremgå av selskapets årsberetning, skal medlemsstatene sikre at selskapets styre avgir en redegjørelse om de samme forhold på selskapets årlige generalforsamling, jf. direktivet art. 10(3).

29.4.3 Utvalgets forslag

Utvalget drøfter selskapenes informasjonsplikt om oppkjøpsvernregler mv. i NOU 2005: 17 kapittel 11.

Utvalget bemerker at en rekke av de opplysninger som omhandlet i direktivet art. 10 allerede er underlagt offentliggjørings- og opplysningskrav i henhold til gjeldende norske regler om krav til års-

beretning og årsregnskap, i tillegg til at flere av opplysningene vil fremkomme av selskapets vedtekter i henhold til allmennaksjeloven, eller være offentliggjort i henhold til børsregelverket.

Utvalget viser videre til at direktivet art. 10 stiller krav om at samtlige av de angitte forhold må fremgå av selskapets årsberetning, i tillegg til at selskapets styre skal gi en redegjørelse om de samme forhold på selskapets årlige generalforsamling. Når det gjelder redegjørelsen som skal avgis av selskapets styre, bemerker utvalget at direktivet ikke gir noen nærmere veiledning i forhold til hvilke krav som stilles i så henseende. Utvalget uttaler at det antakelig må kunne legges til grunn at det vil være tilstrekkelig at det gis en muntlig redegjørelse for de omhandlede forhold.

Utvalget foreslår at det inntas en bestemmelse i børsforskriften som pålegger selskaper som er opptatt til notering på et regulert marked å innta detaljerte opplysninger som angitt i direktivet art. 10(1) i årsberetningen, i tillegg til at selskapets styre må gi en redegjørelse om de samme forhold på selskapets årlige generalforsamling.

29.4.4 Høringsinstansenes merknader

Ingen høringsinstanser har gitt merknader.

29.4.5 Departementets vurdering

Departementet foreslår i tråd med utvalgets forslag at det gis hjemmel til å gi forskrift som pålegger selskaper som er opptatt til notering på et regulert marked å innta detaljerte opplysninger som angitt i direktivet art. 10(1) i årsberetningen. Det samme gjelder krav om at selskapets styre må gi en redegjørelse om de samme forhold på selskapets årlige generalforsamling. Utvalget har ikke drøftet hjemmelsgrunnlaget for en slik forskrift. Departementet legger til grunn at slik forskrift kan gis med hjemmel i forslag ny lov om regulerte markeder § 24 åttende ledd.

30 Tvangsinnløsning av og innløsningsrett for minoritetsaksjeeiere

30.1 Norsk rett

Det er gitt regler om tvungen overføring av aksjer i datterselskap mv. i allmennaksjeloven § 4-25. Etter bestemmelsen kan en aksjeeier som eier mer enn ni tideler av aksjene i et allmennaksjeselskap og har en tilsvarende del av de stemmer som kan avgis på generalforsamlingen, overta de øvrige aksjene, jf. første og sjette ledd, forutsatt at hovedaksjeeieren eier samme andel av selskapets aksjekapital. Retten til å kreve tvangsinnløsning gjelder generelt, ikke bare i tilknytning til tilbud til samtlige aksjeeiere.

Løsningssummen fastsettes, i mangel av minnelig overenskomst eller aksept av tilbud etter asal. § 4-25 tredje ledd, ved skjønn som normalt vil være på hovedaksjeeierens kostnad. I henhold til rettspraksis, jf. bl.a. Rt. 2003 s. 713 (Norway Seafoods ASA) skal aksjenes virkelige verdi legges til grunn ved beregning av innløsningssummen.

Hver av de øvrige aksjeeierne har under nevnte vilkår rett til å kreve at aksjeeier med mer enn ni tideler av aksjene i et allmennaksjeselskap og en tilsvarende del av de stemmer som kan avgis på generalforsamlingen overtar aksjene, jf. asal. § 4-25 første ledd annet punktum, jf. sjette ledd.

Det er gitt en mer utførlig beskrivelse av gjeldende rett i NOU 2005: 17 punkt 13.2.

30.2 EØS-rett

Direktivet art. 15 og 16 har regler om tvangsinnløsning («the right of squeeze-out») av og innløsningsrett («the right of sell out») for minoritetsaksjeeiere. Reglene om tvangsinnløsning og innløsningsrett gjelder i etterkant av tilbud til samtlige aksjeeiere i et selskap for samtlige av deres aksjer, jf. art. 15(1) og 16(1). Det følger av direktivets fortale pkt. 24 at medlemsstatene kan videreføre nasjonale bestemmelser om tvangsinnløsning og innløsningsrett i andre sammenhenger.

En tilbyder skal etter art. 15(2) kunne kreve innløsning av gjenværende aksjeeiere til en rimelig pris («fair price»). Medlemsstatene kan bestemme

at tvangsinnløsningsretten inntreffer etter art. 15(2) (a) når tilbyder eier aksjer som representerer ikke mindre enn 90 prosent av aksjekapitalen med stemmerett og 90 prosent av stemmerettighetene til målselskapet. Alternativt kan medlemsstatene etter bokstav (b) bestemme at tvangsinnløsningsretten inntreffer når tilbyder, etter aksept av tilbudet, har ervervet eller fått klart tilsagn til å erverve ikke mindre enn 90 prosent av aksjekapitalen med stemmerett og 90 prosent av stemmerettighetene til målselskapet. For alternativ (a) kan medlemsstatene sette en høyere terskel, men ikke høyere enn 95 prosent av aksjekapitalen med stemmerett og 95 prosent av stemmerettighetene til målselskapet. Dersom målselskapet har mer enn en aksjeklasse kan medlemsstatene fastsette at tilbyderen kun kan utøve tvangsinnløsning for den aksjeklasse der tilbyderen har nådd terskelgrensen, jf. art. 15(3) annet ledd.

Medlemsstatene skal påse at det finnes regler for beregning av når tersklene er nådd, jf. art. 15(3) første ledd. Direktivet stiller ingen nærmere krav til form eller innhold av slike regler.

Tvangsinnløsningsretten må benyttes innen tre måneder etter utløpet av tilbudsfristen som fremgår av art. 7, jf. art. 15(4).

Medlemsstatene skal sikre at tvangsinnløsning skjer til rimelig pris, jf. art. 15(5) første ledd. Vederlaget skal ha samme form som vederlaget i det forutgående tilbudet eller bestå av kontanter, jf. art. 15(5) første ledd. Medlemsstatene kan bestemme at kontanter skal tilbys som et alternativ.

Art. 15(5) annet ledd oppstiller en særlig regel for beregning av innløsningssummen. Etter et frivillig tilbud skal vederlaget i tilbudet betraktes som rimelig, når tilbyderen ved aksept av tilbudet har ervervet ikke mindre enn 90 prosent av den stemmeberettigede kapital som var omfattet av tilbudet. Etter et pliktig tilbud betraktes vederlaget i tilbudet som rimelig pris, jf. art. 15(5) tredje ledd.

Etter art. 16 har gjenværende aksjeeiere etter et tvungent eller frivillig tilbud til samtlige aksjeeiere i målselskapet vedrørende samtlige av deres aksjer tilsvarende rett til å kreve innløsning av sine

aksjer. Gjenværende aksjeeiere skal ha mulighet til å kreve at tilbyderer kjøper aksjene til en rimelig pris. Art. 15(3) (om krav til regler om beregning av terskler og aksjeklasser), art. 15(4) (tre måneders frist) og art. 15(5) (om rimelig pris) gjelder tilsvarende for gjenværende aksjeeieres innløsningsrett.

30.3 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår ny bestemmelse, jf. § 4-21, om tvangsinnløsning og innløsningsrett ved erverv gjennom frivillig eller pliktig tilbud av mer enn ni tideler av de stemmeberettigede aksjene og de stemmer som kan avgis på generalforsamlingen. Det vises til nærmere omtale i NOU 2005: 17 kapittel 13.

Hvis tvangsinnløsning finner sted innen tre måneder etter utløpet av tilbudsfristen, foreslår utvalget at tilbudsprisen skal legges til grunn ved fastsettelsen av løsningssummen hvis ikke særlige grunner tilsier en annen pris. Har tilbyder oppnådd eierandel som nevnt gjennom et frivillig tilbud, kan tilbyder etter forslaget på nærmere vilkår gjennomføre tvungen overføring av aksjer uten at det først er fremsatt et pliktig tilbud. Utvalget uttaler bl.a. følgende om dette (NOU 2005: 17 punkt 13.3.):

«Utvalget antar at den norske løsningen om at innløsningssummen skal svare til aksjenes virkelige verdi, er i samsvar med direktivets krav til «fair price».

Direktivets presumsjonsregel om at tilbudsprisen normalt skal anses som «fair price» må i hovedsak antas å være i tråd med allmennaksjelovens regel. Det vises til at overtakelsestilbud etter vphl. kapittel 4 som medfører så stor oppslutning at grensen på 90 prosent passerer normalt må anses å være kjøp til minst markedspris. Dette faller sammen med det som i Norway Seafoods skjønnet, jf. Rt. 2003 s. 713, er betegnet som «take-over»-situasjon og hvor markedsprisen vil være en god indikator på virkelig verdi. Etter gjeldende svensk rett skal løsningssummen tilsvare det tilbudte vederlag om ikke særlige grunner tilsier annet, for situasjoner der innløser har ervervet størstedelen av sine aksjer gjennom oppkjøpstilbud.

Utvalget foreslår at presumsjonsregelen innføres i norsk rett på samme vilkår som etter direktivet. Det vil si at det for selskaper notert på regulert marked vil være en spesialregel for tvungen innløsning innen tre måneder etter akseptperiodens utløp etter et pliktig tilbud og etter frivillig tilbud der tilbyderer ved aksept av tilbudet har ervervet mer enn 90 prosent av de

stemmeberettigede aksjene i selskapet og har en tilsvarende del av de stemmer som kan avgis på generalforsamlingen. Med frivillig tilbud siktes her til tilbud i henhold til verdipapirhandelloven § 4-18, dvs. tilbud som dersom det aksepteres av de som kan benytte det, fører til at tilbudspliktgrensen passerer. Dette vil også være en videreføring av hensynet til likebehandling som gjelder etter reglene om overtakelsestilbud. Utvalget presiserer at EØS-forpliktelsene ikke innebærer at forslaget til ny § 4-21 må gjøres gjeldende også for gjentatt tilbudsplikt og tilbudsplikt ved etterfølgende erverv, jf. § 4-6. Utvalget har likevel etter en helhetsvurdering kommet til at det ikke bør gjelde ulike regler for tilbudsplikt etter henholdsvis § 4-1, § 4-2 annet ledd (nåværende tredje ledd) og § 4-6 på dette punktet.

Utvalget understreker at det er tale om en presumsjonsregel i den forstand at den gjelder med mindre særlige grunner tilsier noe annet. Eksempel på forhold som kan tilsi at tilbudsprisen fravikes, kan være at det har skjedd vesentlige endringer i perioden fra tilbudet ble gjennomført til tvungen innløsning ble erklært. Det kan også forekomme at overtakelsestilbudet ikke vil kunne anses som en reell «take-over»-situasjon f.eks. fordi de fleste aksjeeiere som aksepterte tilbudet var nærstående av tilbyder, eller fordi overtakelsestilbudet ikke utgjorde kontrollskifte fordi tilbudsgrensen var passert tidligere på en måte som ikke utløste tilbudsplikt ved passering av tilbudspliktgrensen, men først ved etterfølgende erverv, jf. vphl. § 4-6. Dersom presumsjonen avbevises, vil verdsettelsesprinsippene følge alminnelige regler. Utvalget antar imidlertid at presumsjonsregelen vil gi noe klarere forutberegnelighet for aksjeeierne og således redusere behovet for omstendelige skjønnsprosedyrer. Utvalget bemerker at presumsjonsregelen kan påberopes både av tvangsinnløser og av aksjeeierne.»

Utvalget peker videre på at presumsjonsregelen vil kunne få betydning for saksomkostningsspørsmålet, og uttaler videre til dette:

«Utgangspunktet etter asal § 4-25 (2) er at tvangsinnløser dekker saksomkostningene ved skjønnet. Dersom særlige grunner taler for det, kan det imidlertid bestemmes at utgiftene helt eller delvis skal dekkes av den annen part. Utvalget legger til grunn at det forhold at man har nektet å akseptere tvangsinnløsning til en kurs tilsvarende tilbudsprisen, etter omstendighetene vil kunne være en slik særlig grunn som medfører at de tvangsinnløste aksjeeiere helt eller delvis må dekke saksomkostningene ved skjønnet.»

Utvalget foreslår å presisere i allmennaksjeloven § 4-25 nytt syvende ledd at det ved tvungen innløsning i forbindelse med tilbudsplikt og frivillig tilbud etter verdipapirhandelloven kapittel 4 gjelder særlige regler i verdipapirhandelloven § 4-21.

30.4 Høringsinstansenes merknader

Generelt

Norges Bank støtter forslaget til ny bestemmelse i § 4-21 om tvungen overføring av aksjer i forbindelse med tilbudsplikt og frivillige tilbud. *Norges Bank* mener forslagene vil legge til rette for ryddige prosesser i slike situasjoner. *Norges Bank* uttaler at det bør fastsettes en presis frist for fremsetting av tilbud i § 4-18 nytt fjerde ledd fremfor forslaget om «innen rimelig tid».

Handelshøyskolen BI uttaler at de støtter forslaget i § 4-21 tredje ledd om å åpne for at en oppkjøper på visse betingelser etter et frivillig tilbud kan tvangsinnløse minoritetsaksjene uten først å fremsette pliktige tilbud.

NHO uttaler at de støtter utvalgets forslag om å innta enkelte særskilte regler i verdipapirhandelloven om tvangsinnløsning og innløsningsrett i forbindelse med slike frivillige eller pliktige tilbud, og videreføre reglene om tvangsinnløsning i andre tilfeller i allmennaksjeloven uendret. *NHO* støtter videreføring av ordlyden i ASA-loven § 4-25 uendret, selv om direktivet opererer med «minst» 90 prosent av stemmene.

Også *Sparebankforeningen* synes å støtte utvalgets forslag, ut ifra at de uttaler å ikke ha innvendinger.

Justisdepartementet har ingen innvendinger til nytt syvende ledd i allmennaksjeloven § 4-25, som presiserer at det ved tvungen innløsning i forbindelse med tilbudsplikt og frivillig tilbud etter verdipapirhandelloven kapittel 4 gjelder særlige regler i verdipapirhandelloven § 4-21. *Justisdepartementet* bemerker at bestemmelsen strengt tatt vil være overflødig, men kan ha en informativ funksjon for brukerne av loven.

Presumsjonsregel om pris

Oslo Børs viser til at presumsjonsregelen i § 4-21 første ledd gjelder for tilbyder som har «frem satt pliktig eller frivillig tilbud», og bemerker at begrepet «frivillig tilbud» språklig sett har et videre område enn § 4-18. *Oslo Børs* viser eksempelvis til at aksjonær som eier 70 prosent og som fremsetter tilbud om kjøp av de resterende aksjene i selskapet vil fremsette et frivillig tilbud etter alminnelig

språklig forståelse, men ikke etter § 4-18, og bemerker at hensynet bak presumsjonsregelen slår heller ikke til i førstnevnte situasjon. *Oslo Børs* foreslår derfor at § 4-21 første ledd viser til «frivillig tilbud iht § 4-18».

NHO støtter utvalgets forslag om å innføre en presumsjonsregel om at en tilbudspris, etter et forutgående pliktig eller frivillig tilbud, normalt skal anses som «fair price» i norsk rett på samme vilkår som etter direktivet, jf. forslaget til § 4-21. *NHO* peker på at det for selskaper notert på regulert marked (børs) vil da gjelde en spesialregel ved tvungen innløsning innen tre måneder etter akseptperiodens utløp / erverv av mer enn 90 prosent av de stemmeberettigede aksjer, slik at tilbudsprisen da normalt vil anses som markedspris. Etter *NHOs* oppfatning er det en fordel at man får en klarere regulering av slike situasjoner enn det som er tilfellet etter gjeldende rett.

NHO viser til at utvalget har foreslått at presumsjonsregelen, med mindre særlige grunner tilsier noe annet, skal gjelde forhold som kan tilsi at tilbudsprisen fravikes kan være at det har skjedd vesentlige endringer i perioden fra tilbudet ble gjennomført eller tvungen innløsning ble erklært, eller fordi det ikke foreligger en reell takeover-situasjon. Etter *NHOs* oppfatning bør departementet vurdere hvorvidt det er nødvendig med et slikt forbehold knyttet til presumsjonsregelen, og peker på at en presumsjonsregel uten slik modifikasjon, vil gi en klarere og mer forutsigbar situasjon som reduserer behovet for omstendelige og kostbare skjønnsprosedyrer. *NHO* viser også til at dette vil fjerne det incitament som ligger i dagens regel for aksjonærer til å forsøksvis presse opp en innløsningspris for at det overtakende selskap skal slippe slike skjønnsprosedyrer.

FNH viser til at presumsjonsregelen følger av direktivet og må implementeres, og uttaler at de samtidig er inneforstått med at tilbudsprisen i de tilfeller man oppnår en så høy tilslutning, normalt kan anses for å være en fornuftig og rimelig løsningspris å betale de gjenværende aksjonærene. *FNH* peker også på at det vil være en prosessbesparende regel.

Folketrygdfondet bemerker at forslaget om å følge direktivets presumsjonsregel om at tilbudsprisen normalt skal anses som en «fair price» synes å innebære en konflikt med gjeldende rett. *Folketrygdfondet* mener det vil gi en bedre beskyttelse av minoritetsaksjonærenes interesser dersom dagens rettspraksis om at aksjenes virkelige verdi skal legges til grunn videreføres. *Folketrygdfondet* uttaler:

«Erfaringene fra rettslige skjønn viser også at innløsningsprisen ofte settes høyere enn tilbudet når virkelig verdi legges til grunn. Når utvalget synes å prioritere forutberegneligheten, så innebærer dette i realiteten at hensynet til forutberegneligheten prioriteres høyere enn minoritetsaksjonærenes økonomiske interesser».

Folketrygdfondet peker også på at minoritetsaksjonærene nylig vant en prinsipiell viktig seier i Norway Seafoods skjønnet i Høyesterett, og at utvalgets forslag til presumsjonsregel i betydelig grad svekker betydningen av dommen.

Folketrygdfondet bemerker videre følgende om dekning av saksomkostninger:

«Utvalget omtaler også dekning av saksomkostninger på en måte som synes å svekke minoritetsaksjonærenes interesser i tilfeller hvor disse nekter å akseptere tvangsinnløsning til en kurs svarende til tilbudsprisen. Folketrygdfondet mener at et slikt standpunkt er egnet til å avskrekke minoritetsaksjonærer fra å nekte tvangsinnløsning dersom de mener tilbudt pris avviker fra aksjens virkelige verdi. Videre påpekes av minoritetsaksjonærenes stilting ved rettslige skjønn allerede etter gjeldende lovgivning er svakere enn f.eks. ekspropriasjonsskjønn. Retten til dekning av saksomkostninger bør derfor ikke svekkes ytterligere.»

30.5 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om å fastsette en ny bestemmelse i verdipapirhandelloven som regulerer spørsmålet om tvangsinnløsning og innløsningsrett i noterte selskaper, jf. lovforslaget § 6-22. I likhet med utvalget antar departementet at en slik regel vil gjennomføre våre EØS-forpliktelser. Reglene vil supplere de alminnelige regler om tvangsinnløsning og innløsningsrett som gjelder for allmennaksjeselskaper som ikke er notert på regulert marked, jf. asal. § 4-25.

Det foreslås at reglene om tvangsinnløsning og innløsningsrett i noterte selskaper kommer til anvendelse ved erverv gjennom frivillig eller plik-

tig tilbud av mer enn ni tideler av de stemmeberettigede aksjene og de stemmer som kan avgis på generalforsamlingen, jf. forslag til vphl. § 6-22 første ledd. Bestemmelsen bygger i stor grad på allmennaksjeloven § 4-25. En nyanseforskjell er forslagets kumulative krav om ni tideler av stemmene og den stemmeberettigede aksjekapitalen. Forslaget gjelder også for gjentatt tilbudsplikt og for tilbudsplikt ved etterfølgende erverv, jf. lovforslaget § 6-6. Forslaget til ny § 6-22 omfatter som nevnt også frivillige tilbud etter reglene om pliktige tilbud og frivillige tilbud som nevnt i § 6-19.

Når det gjelder utvalgets presumsjonsregel om pris, slutter departementet seg til utvalgets forslag om å innføre en spesialregel for innløsningspris hvis tvangsinnløsning finner sted innen tre måneder etter utløpet av tilbudsfristen. I tråd med utvalgets forslag foreslås at tilbudsprisen skal legges til grunn ved fastsettelsen av løsningssummen hvis ikke særlige grunner tilsier en annen pris. Når det gjelder aktuelle grunner, vises til utvalgets vurdering som departementet i hovedsak slutter seg til. Utover dette vil etablerte prinsipper for beregning av det aktuelle selskapets verdi ligge til grunn for verddivurderingen.

Videre slutter departementet seg til utvalgets forslag om at tilbyder på nærmere vilkår kan gjennomføre tvungen overføring av aksjer uten at det først er fremsatt et pliktig tilbud dersom tilbyder har oppnådd eierandel som nevnt gjennom et frivillig tilbud. Det vises til forslag til vphl. § 6-22 annet ledd.

Når det gjelder spørsmål knyttet til saksomkostninger, bemerkes at allmennaksjeloven § 4-25 (2) forstås slik at bestemmelsen kun regulerer de «lovbestemte» utgiftene ved et skjønn. Dette vil bl.a. omfatte rettsgebyr og godtgjørelse til skjønnsmenn. Utover dette avgjøres saksomkostningsspørsmål etter skjønnsloven. Departementet kan ikke se at forslaget endrer dette.

Departementet forslår i tråd med utvalgets forslag et nytt syvende ledd i allmennaksjeloven, der det fremgår at det ved tvungen innløsning i forbindelse med tilbudsplikt og frivillig tilbud etter verdipapirhandelloven kapittel 6 gjelder særlige regler i verdipapirhandelloven § 6-22.

31 Tilbudsmyndighet, lovvalg og sanksjoner

31.1 Tilbudsmyndighet og lovvalg

31.1.1 Norsk rett

Oslo Børs er tilsynsmyndighet mht. overtakelsestilbud etter vphl. kapittel 4. Departementet kan fastsette at kompetansen som er tillagt børsen etter kapittel 4, skal tillegges Kredittilsynet, jf. vphl. § 1-6 annet ledd.

Det er gitt regler om taushetsplikt for ansatte ved regulerte markeder i børsloven § 3-6. Tillitsvalgte, ansatte og revisor ved børsen skal hindre at noen får adgang eller kjennskap til det som de i sitt arbeid får vite om andres forretningsmessige eller personlige forhold hvis ikke annet følger av lov. Taushetsplikten gjelder også etter at vedkommende har sluttet i tjenesten eller vervet.

Ifølge kredittilsynsloven § 7 har Kredittilsynets styremedlemmer og tjenestemenn taushetsplikt overfor uvedkommende om det som de får kjennskap til i sitt arbeid om en kundes forhold. For personer knyttet til Kredittilsynet gjelder også forvaltningslovens regler om taushetsplikt, jf. § 13 første ledd (1) om personlige forhold og (2) om forretningshemmeligheter. Etter forvaltningsloven § 13 siste ledd gjelder taushetsplikten også etter at vedkommende har avsluttet tjenesten eller arbeidet.

31.1.2 EØS-rett

Tilsynsmyndighet

Ifølge direktivet art. 4 (1) skal medlemsstatene utpeke en eller flere tilsynsmyndigheter, «competent authorities», som skal overvåke og eventuelt treffe avgjørelser mht. overtakelsestilbud. Tilsynsmyndigheten kan være offentlig myndighet, organisasjon eller privat organ. Kompetansen til tilsynsmyndigheten skal være fastsatt ved lov, og medlemsstatene skal sikre at dens utøvelse av virksomhet skal være uavhengig og upartisk. Medlemsstatene skal varsle Kommisjonen om hvem som er tilsynsmyndighet. For Norge skal det varsles til EFTAs overvåkningsorgan (ESA) og EFTA-sekretariatet.

Særlig om grensekryssende tilfeller og lovvalg

Direktivet art. 4 (2) gir regler om hvilken tilbudsmyndighet som skal ha ansvaret i forhold til overtakelsestilbud med tilknytning til flere medlemsstater, og om lovvalg i slike tilfeller.

Etter art. 4 (2) a) er kompetent myndighet som hovedregel tilbudsmyndigheten i den medlemsstaten der målselskapet har sitt forretningskontor («registrered office»), dersom selskapet er notert på et regulert marked i denne medlemsstaten. Dette innebærer at for norsk selskap notert på regulert marked i Norge avgjør norske tilbudsmyndigheter.

Art. 4 (2) b) til d) gir nærmere regler om kompetent myndighet i forhold til overtakelsestilbud rettet mot selskap som bare er notert i på regulert marked i en annen EØS-stat enn der det har sitt forretningskontor. Utvalget gir følgende beskrivelse av art. 4 (2) b) til d) (NOU 2005: 17 punkt 14.1.2):

«Etter art. 4(2) bokstav (b) første ledd er utgangspunktet at kompetent myndighet i slike tilfeller er tilbudsmyndigheten i den EØS-statens hvor det regulerte markedet befinner seg. For norsk selskap notert på regulert marked i Storbritannia, vil tilbudsmyndigheten i Storbritannia være kompetent myndighet i forhold til overtakelsestilbudet. Hvis selskapet er notert på regulerte markeder i flere medlemsstater, er kompetent myndighet i forhold til overtakelsestilbudet tilbudsmyndigheten i den EØS-statens hvor det regulerte markedet som selskapet først ble notert på, befinner seg, jf. art. 4(2) bokstav (b) annet ledd. For norsk selskap notert på regulert marked i Storbritannia og Frankrike, vil kompetent myndighet i forhold til overtakelsestilbudet være tilbudsmyndigheten i den stat selskapet først ble notert.

Hvis målselskapet noteres for første gang samtidig på regulerte markeder i flere medlemsstater, skal målselskapet bestemme, hvilken av disse medlemsstatenes tilbudsmyndigheter som har kompetanse til å føre tilsyn med overtakelsestilbudet, og underrette vedkommende regulerte markeder og deres tilsynsmyndigheter om dette på den første handelsdag, jf. art. 4(2) bokstav (c). Bestemmelsen oppstiller en særskilt regel for selskap som er notert på regulerte markeder i flere medlems-

stater før fristen for gjennomføring av direktivet, 20. mai 2006. I slike tilfeller skal de aktuelle tilbudsmyndigheter gjennom avtale fastsette hvem som er kompetent tilsynsmyndighet i forhold til overtakelsestilbudet. Etter bokstav (d) skal beslutningene nevnt i bokstav (c) offentliggjøres.»

Direktivet art. 4 (2) e) gir regler om lovvalg for grensekryssende tilfeller. Det må skilles mellom børs- og verdipapirrettslige regler, og selskaps- og arbeidsrettslige regler. Bestemmelsen lyder:

«In the cases referred to in (b) and (c), matters relating to the consideration offered in the case of a bid, in particular the price, and matters relating to the bid procedure, in particular the information on the offeror's decision to make a bid, the contents of the offer document and the disclosure of the bid, shall be dealt with in accordance with the rules of the Member State of the competent authority. In matters relating to the information to be provided to the employees of the offeree company and in matters relating to company law, in particular the percentage of voting rights which confers control and any derogation from the obligation to launch a bid, as well as the conditions under which the board of the offeree company may undertake any action which might result in the frustration of the bid, the applicable rules and the competent authority shall be those of the Member State in which the offeree company has its registered office.»

Nærmere regler om tilbudsmyndigheten

Direktivet art. 4 (3) til (5) gir nærmere regler om tilbudsmyndighetens taushetsplikt, krav om samarbeid med andre tilsynsmyndigheter og dens kompetanse.

Taushetsplikt

Ifølge art. 4 (3) skal alle personer som er eller har vært ansatt hos tilbudsmyndigheten, være underlagt taushetsplikt, formodentlig om opplysninger som gjelder forhold som faller inn under direktivets virkeområde. Taushetsplikten skal gjelde overfor enhver, herunder andre myndigheter, med mindre annet er fastsatt i lov.

Samarbeid

Art. 4 (4) stiller krav til samarbeid, herunder utveksling av informasjon mellom tilbudsmyndigheter og kompetente myndigheter etter investeringstjenestedirektivet, 93/22/EØF (erstattes av MiFID, direktiv 2004/39/EF), opptaksdirektivet,

2001/34/EF, markedsmisbruksdirektivet, 2003/6/EF og prospektdirektivet, 2003/71/EF innen vedkommende EØS-stat og EØS-stater i mellom når det gjelder spørsmål knyttet til direktivet om overtakelsestilbud. Utvekslet informasjon skal være underlagt taushetsplikt.

Tilbudsmyndighetens kompetanse

Art. 4 (5) første ledd stiller krav til at kompetent myndighet har tilstrekkelig kompetanse og håndhevelsesmidler («powers») til å føre tilsyn og herunder sikre at partene i et overtakelsestilbud overholder reglene fastsatt i direktivet.

31.1.3 Utvalgets forslag

Om valg av tilbudsmyndighet

Utvalget finner det hensiktsmessig å videreføre gjeldende ordning med ett tilsynsorgan for samtlige spørsmål knyttet til overtakelsestilbud.

Utvalget mener det er nødvendig å vurdere plassering av kompetansen i forhold til reglene om overtakelsestilbud på nytt, da direktivet om overtakelsestilbud har et bredere myndighetsområde enn hva som følger av gjeldende norsk rett.

Når det gjelder spørsmålet om hvilket organ som skal utføre denne oppgaven, foreslår utvalget å videreføre gjeldende ordning med at det regulerte markedet (i praksis Oslo Børs) er kompetent myndighet til å føre tilsyn med overtakelsestilbud rettet mot selskaper notert på vedkommende regulerte marked. Det vises til nærmere omtale i NOU 2005: 17 punkt 14.1.1. Utvalget viser der bl.a. til tidligere vurderinger av spørsmålet om tilbudsmyndighet, tilsyn og kontroll, som ble foretatt i forbindelse med ny børslov og gjennomføring av prospektdirektivet. Samtidig foreslås det å videreføre adgangen for departementet til å i forskrift bestemme at hele eller deler av tilbudsmyndighetens kompetanse skal utøves av Kredittilsynet.

Når det gjelder det særlige spørsmålet om det regulerte markedets rolle i forhold til eventuell notering av dets holdingselskap på vedkommende regulerte marked, uttaler utvalget bl.a. (NOU 2005: 17 punkt 14.1.1):

«Det kan hevdes å være lite forenlig med krav til det regulerte markedets uavhengighet, integritet og tillit, at det regulerte markedet selv skulle være tilsynsmyndighet i forhold til overtakelsestilbud rettet mot det regulerte markedets holdingselskap. På den annen side kan tilsvarende interessekonflikter oppstå også i forhold til børsens andre oppgaver, herunder notering og godkjenning av prospekt, dersom

holdingselskapet til et regulert marked blir notert på vedkommende regulerte marked. Noterings- og prospektbestemmelsene oppstiller ikke noe absolutt forbud mot at det regulerte markedets holdingselskap opptas til handel. Børslovutvalget antok derimot i NOU 1999: 3 s. 193 at interessekonflikter knyttet til notering av børsens holdingselskap langt på vei kunne avhjelpes ved at Kredittilsynet ble gitt en særskilt oppgave til å overvåke beslutning om opptak, godkjenning av prospekt mv., samt vedrørende eierselskapets oppfølging av plikter som følger av selskapets status som notert selskap.

Utvalget er på denne bakgrunn av den oppfatning at de særskilte utfordringer knyttet til grensekryssende spørsmål og overtakelsestilbud rettet mot notert holdingselskap til et regulert marked kan avhjelpes. I tillegg vises det til at problemer knyttet til ulik praktisering av regelverket ved etablering av flere regulerte markeder vil kunne avhjelpes gjennom at Kredittilsynet kan gis hel eller delvis kompetanse i forhold til overtakelsestilbud. Utvalget har ikke registrert vesentlige problemer knyttet til dagens ordning med børsen som tilbudsmyndighet. Det vises blant annet til at departementet ikke har funnet det nødvendig å fastsette at Kredittilsynet skal tillegges kompetansen etter vphl. kapittel 4.»

Utvalget foreslår, etter mønster av betegnelsen på kompetent myndighet for prospektkontroll - prospektmyndigheten - at den kompetente myndigheten for overtakelsestilbud i loven omtales som tilbudsmyndigheten. Utvalget uttaler at ved å benytte et nøytralt uttrykk på myndigheten, så kan loven åpne for at det kan eksistere flere kompetente myndigheter. Utvalgets forslag medfører også at det regulerte markedet er kompetent myndighet i grensekryssende spørsmål selv om vedkommende selskap ikke har noen tilknytning til det regulerte markedet. Utvalgets forslag er inntatt i utkast til endringer vphl. § 4-4 første ledd og gjennomgående endringer vphl. kapittel 4.

Utvalget bemerker at det ikke foreslås å gi tilbudsmyndigheten særskilt kompetanse i forhold til tvangsinnløsning etter asal. § 4-25.

Lovvalsregler i grensekryssende tilfeller

Utvalget viser til at direktivet har bestemmelser om kompetent myndighet og lovvalg for tilfeller der selskapet har forretningskontor i annen EØS-stat enn der hvor det regulerte markedet befinner seg, og hvor selskapets aksjer er notert. Utvalget foreslår at nærmere bestemmelser om anvendelsen av bestemmelser i vphl. kapittel 4, lovvalg og

fordeling av kompetansen mellom norsk tilbudsmyndighet og tilsynsmyndigheter fra andre EØS-stater mest hensiktsmessig fastsettes i forskrift, og foreslår hjemmel for slik forskrift, jf. utkastet § 4-22 annet ledd.

Taushetsplikt

Utvalget legger til grunn at bestemmelsene om taushetsplikt for ansatte og tillitsvalgte hos Kredittilsynet og børsen samt revisorer for børsen oppfyller kravene i direktivet om at tilsynsmyndighetens ansatte skal være underlagt taushetsplikt.

Utvalget forstår direktivet art. 4 (3) slik at det inneholder en begrensning om at taushetsplikten bare omfatter forhold som det rimeligvis kan forventes at tilsynsmyndighetene bevarer taushet om. Utvalget antar derfor at det er i samsvar med direktivet at taushetsplikten omfatter noens personlige forhold og forretningshemmeligheter.

Samarbeid mellom tilsynsmyndigheter

Utvalget viser til at norsk rett inneholder visse bestemmelser om plikt til samarbeid mellom børsen og Kredittilsynet, jf. bl.a. meldeplikten for børsen og autoriserte markeds plasser til Kredittilsynet etter vphl. § 12-1 tredje ledd. Videre har Kredittilsynet og Oslo Børs inngått en samarbeidsavtale om tilsynet med verdipapirhandelen. Utvalget bemerker at det ikke er gitt lovregler om at tilbudsmyndigheten skal samarbeide, herunder kunne utveksle informasjon, med utenlandske myndigheter. Utvalget foreslår på denne bakgrunn en bestemmelse som fastslår en slik plikt, jf. utkastet til vphl. § 4-4 nytt annet ledd, hvorefter tilbudsmyndigheten skal samarbeide og utveksle informasjon med tilsvarende utenlandske myndigheter i spørsmål som omfattes av dette kapittel.

Tilsynsmyndighetens kompetanse

Når det gjelder tilsynsmyndighetens kompetanse til å føre tilsyn med og sikre at partene i et overtakelsestilbud overholder reglene i direktivet, drøfter utvalget de norske regler om opplysningsplikt overfor børsen. Utvalget uttaler bl.a. (NOU 2005: 17 punkt 14.1.3):

«Utvalget viser i den forbindelse til gjeldende regler om opplysningsplikt overfor børsen. Etter børsloven §§ 5-4 femte ledd og 5-7 annet ledd kan børsen kreve at børsmedlemmer og utstedere samt deres tillitsvalgte og ansatte uten hinder av taushetsplikt gir børsen de opplysninger som er nødvendige for at børsen skal kunne oppfylle sine lovbestemte plikter. Opp-

lysningsplikten går her foran lovbestemt taushetsplikt.

Overfor andre gjelder vphl. § 12-6 om at børsen kan kreve opplysninger fra verdipapirforetak, selskap og personer som kan ha betydning for spørsmål om tilbudsplikt. Det fremgår verken av lov eller forarbeider hvorvidt opplysningsplikten etter denne bestemmelsen går foran lovbestemt taushetsplikt. Utvalget antar at fysiske og juridiske personer som er underlagt lovbestemt taushetsplikt ikke vil ha opplysningsplikt etter vphl. § 12-6. Utvalget viser herunder til at tillitsmenn og ansatte i spare- og forretningsbanker er underlagt lovbestemt taushetsplikt etter hhv. sparebankloven § 21 og forretningsbankloven § 18. Tilsvarende er advokater underlagt lovbestemt taushetsplikt, jf. straffeloven § 144, og revisorer iht. revisorloven § 6-1. Opplysningsplikten i vphl. § 12-6 vil imidlertid ikke stå tilbake for kontraktfestet taushetsplikt. De fleste investorer vil heller ikke være underlagt lovbestemt taushetsplikt. Videre vil verdipapirforetakene, som normalt har en sentral posisjon som mellommenn ved overtakelsestilbud være omfattet av opplysningsplikten i vphl. § 12-6. Behovet for å gi opplysningsplikten etter vphl. § 12-6 større gjennomslag overfor taushetspliktregler synes uansett ikke være like presserende i forhold til tilbudsplikt som eksempelvis i forhold til innsiddehandel og kursmanipulering.»

Utvalget foreslår etter dette ingen endring av gjeldende rett på dette punkt. Utvalget antar imidlertid at det kan være behov for å presisere i loven at opplysningsplikten også gjelder i saker om frivillige tilbud, og foreslår en slik presisering inntatt i vphl. § 12-6.

Utvalget viser til direktivet art. 4(5) første ledd som oppstiller et generelt krav til tilsynsmyndighetens kompetanse og håndhevelsesmidler. Direktivet oppstiller ingen konkrete krav i så måte. Utvalget legger til grunn at det ikke følger andre krav av bestemmelsen enn at tilsynsmyndigheten fungerer tilfredsstillende. Utvalget viser til at tilsynsmyndigheten er og foreslås tillagt kompetanse til å avgjøre en rekke spørsmål som oppstår i forbindelse med overtakelsestilbud, herunder godkjenning av tilbudsdokumentet samt avgjørelse av spørsmål om tilbudsplikt foreligger på konsolidert grunnlag. Videre vil tilsynsmyndigheten kunne pålegge sanksjoner i form av daglig mulkt overfor enhver, og tvangssalg av aksjer. Utvalget legger til grunn at norsk rett er i overensstemmelse med direktivet på dette punkt.

Etter art. 4 (6) berører ikke direktivet medlemsstatenes adgang til å utpeke rettslige eller andre myndigheter som skal ha til oppgave dels å

behandle tvister, dels å ta stilling til eventuelle uregelmessigheter i forbindelse med tilbudene, like- som direktivet heller ikke berører medlemsstatenes adgang til å fastsette regler om hvorvidt og under hvilke omstendigheter partene i et tilbud har rett til å igangsette administrative eller rettslige prosesser. Det nevnes særskilt at direktivet ikke berører den kompetanse som rettsinstansene i en medlemsstat måtte ha til å avvise en sak og til å ta stilling til om en slik sak kan påvirke utfallet av tilbudet. Direktivet berører heller ikke medlemsstatenes adgang til å avgjøre rettsstillingen i forbindelse med tilbudsmyndighetenes ansvar eller rettsvister mellom partene i et tilbud. Utvalget legger til grunn at norsk rett er i samsvar med direktivet på dette punkt.

31.1.4 Høringsinstansenes merknader

FNH og *NHO* gir uttrykk for støtte til at det regulerte markedet, dvs. Oslo Børs, er kompetent tilsynsmyndighet på området.

Norges Bank støtter forslaget om bruk av det nøytrale ordet «tilbudsmyndighet» som betegnelse på instansen for kontroll og sanksjon, sett ut i fra at det vil være uheldig om loven skulle bestemme at en privat aktør som Oslo Børs i utgangspunktet har fullmaktene. Videre uttaler *Norges Bank*:

«Den økte internasjonaliseringa innebærer at internasjonal tillit til tilbudsmyndigheten er sentralt slik at en unngår tillitsproblemer ved myndighetsutøvelse ved grensekryssende tilbud. Dette er klargjort gjennom forslaget til andre ledd. Den uheldige normalregelen kan unngås ved å sløyfe § 4-4 første punktum, og ta ut den særlige henvisningen til Kredittilsynet i annet punktum. Det vil innebære at departementet fastsetter hvem som er tilbudsmyndighet, og at det kan fastsettes ulik myndighet for ulike deler av regelverket. *Norges Bank* har også merket seg at gjeldende system i praksis hittil har fungert godt, og kan ikke se bort fra at det vil være hensiktsmessig å legge tilsynsmyndigheten til Oslo Børs i utgangspunktet. Om første ledd sløyfes, har en bedre juridisk fleksibilitet om det på et seinere tidspunkt skulle oppstå tvil om hva som bør være den rette instans, og om hvordan en legger best til rette for nødvendig internasjonal informasjonsutveksling.»

Sparebankforeningen mener tilsynsoppgaven bør legges til et offentlig organ, og uttaler:

«Sparebankforeningen er prinsipielt av den oppfatning at kontroll og tilsyn med oppfølging av offentligrettslige regler bør tilligge et offent-

lig tilsynsorgan. Sparebankforeningen mener på denne bakgrunn at utgangspunktet bør være at for eksempel Kredittilsynet også er tilsynsorgan for tilbudspliktreglene. Dette vil også være i samsvar med reglene for prospektkontroll i ny verdipapirhandellov § 5-8. For prospektkontrollen er det videre bestemt at Kredittilsynets myndighet skal delegeres til en børs, i dag Oslo Børs. Sparebankforeningen mener samme modell bør benyttes for tilbudsmyndigheten. Dette vil ivareta det prinsipielle utgangspunkt, bedre sammenhengen mellom reglene, og også sikre at Oslo Børs, eller annet regulert marked i samsvar med gjeldende praksis, forstøtt kan være tilbudsmyndighet.»

Ingen av de øvrige høringsinstansene har uttalt seg om utvalgets forslag på dette punktet.

31.1.5 Departementets vurdering

Etter direktivet om overtakelsestilbud skal det utpekes en eller flere tilsynsmyndigheter, som skal overvåke og eventuelt treffe avgjørelser mht. overtakelsestilbud. Tilsynsmyndigheten kan være offentlig myndighet, organisasjon eller privat organ.

Departementet slutter seg til utvalgets vurdering av at det er hensiktsmessig å videreføre gjeldende ordning med ett tilsynsorgan for samtlige spørsmål knyttet til overtakelsestilbud. Departementet slutter seg videre til utvalgets forslag om å benevne tilsynsmyndigheten på dette området som «tilbudsmyndigheten» i lovteksten. Det vises til forslag til vphl. § 6-4.

Etter departementets oppfatning taler gode grunner for å nå videreføre gjeldende ordning med at det regulerte markedet tillegges tilsynsfunksjonen. Oslo Børs har frem til i dag hatt tilsyns- og kontrolloppgaver mht. overtakelsestilbud, og har derfor opparbeidet seg kompetanse i utførelsen av slike oppgaver. Direktivet åpner for at tilsynsoppgaven kan legges til et privat organ. Det anses videre ikke hensiktsmessig å bygge opp en ny enhet på dette området.

Departementet slutter seg etter dette til utvalgets forslag om å videreføre gjeldende ordning med at det regulerte markedet er kompetent myndighet til å føre tilsyn med overtakelsestilbud rettet mot selskaper notert på vedkommende regulerte marked. Dette innebærer i praksis at kompetansen fortsatt skal ligge hos Oslo Børs. Samtidig foreslås å videreføre adgangen for departementet til å fastsette at hele eller deler av tilsynsfunksjonen mht. overtakelsestilbud skal utføres av Kredittilsynet. Det vises til utvalgets begrunnelse som departementet i hovedsak slutter seg til.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at nærmere bestemmelser om anvendelsen av tilbudspliktreglene, lovvalg og fordeling av kompetansen mellom norsk tilbudsmyndighet og tilsynsmyndigheter fra andre EØS-stater gis i forskrift. Det vises til forslag til vphl. § 6-23 annet ledd.

Når det gjelder regler om taushetsplikt for ansatte og tillitsvalgte hos Kredittilsynet og børsen samt revisorer for børsen, legger departementet i likhet med utvalget til grunn at norsk rett oppfyller kravene i direktivet om at tilsynsmyndighetens ansatte skal være underlagt taushetsplikt.

Utvalget viser til at norsk rett inneholder visse bestemmelser om plikt til samarbeid mellom børsen og Kredittilsynet, jf. bl.a. meldeplikten for børsen og autoriserte markedsplasser til Kredittilsynet etter gjeldende vphl. § 12-1 tredje ledd. Videre har Kredittilsynet og Oslo Børs inngått en samarbeidsavtale om tilsynet med verdipapirhandelen. Direktivets regler om dette anses derfor å være gjennomført i norsk rett.

Departementet foreslår i tråd med utvalgets forslag å lovfeste en plikt for tilsynsmyndigheten om å utveksle informasjon med utenlandske myndigheter for så vidt gjelder spørsmål som omfattes av lovens kapittel om overtakelsestilbud. Det vises til forslag til vphl. § 6-4 nytt annet ledd.

Ut i fra den opplysningsplikten som gjeldende regler stiller til det regulerte markedet, finner departementet i likhet med utvalget ikke grunn til å foreslå endringer. Det foreslås imidlertid å presisere i loven at opplysningsplikten også gjelder i saker om frivillige tilbud. Det vises til forslag til endring i vphl. § 15-4.

Når det gjelder direktivets generelle krav i forhold til tilsynsmyndighetens kompetanse og håndhevelsesmidler, legger departementet i likhet med utvalget til grunn at gjennomføringen av direktivet ikke nødvendiggjør endringer i gjeldende rett.

31.2 Sanksjoner

31.2.1 Norsk rett

Etter vphl. § 4-19 kan aksjeeiere som forsømmer sin tilbudsplikt etter § 4-1, § 4-2 tredje ledd eller § 4-6, mens tilbudsplikten foreligger, ikke utøve andre rettigheter i selskapet enn retten til utbytte og til fortrinnsrett ved kapitalforhøyelse, uten samtykke fra et flertall av de øvrige aksjeeierne. Derksom det ikke fremmes et tilbud etter vphl. § 4-1, § 4-2 tredje ledd eller § 4-6 og fristen for salg etter § 4-9 overskrides, kan børsen selge aksjene etter reglene om tvangssalg så langt de passer, jf. vphl.

§ 4-20. Børsen kan kreve opplysninger fra verdipapirforetak, selskap eller personer som kan ha betydning for spørsmål om tilbudsplikt, jf. vphl. § 12-6. Ved tilsidesettelse av opplysningsplikt gjelder § 14-1.

Etter vphl. § 14-1 kan børsen ilegge foretak eller personer som forsømmer sine plikter etter kapittel 4 en daglig mulkt som påløper inntil forholdet er rettet.

Den som er underlagt plikter som tilbyder etter vphl. kapittel 4 vil normalt benytte seg av et verdipapirforetak ved fremsettelse av offentlige tilbud og tilbud til enkeltaksjeeiere. For verdipapirforetak gjelder de generelle kravene vphl. § 9-2 om god forretningsskikk. Etter bestemmelsens første ledd skal verdipapirforetak utøve sin virksomhet i samsvar med de vilkår som er satt for tillatelsen, øvrige bestemmelser som gjelder for utøvelsen av dets virksomhet samt god forretningsskikk. Det vises til nærmere omtale av reglene i proposisjonens kapittel 7.

31.2.2 EØS-rett

Etter direktivet art. 17 skal medlemsstatene selv fastsette hvilke sanksjoner som skal kunne pålegges ved overtredelse av nasjonale regler som gjennomfører direktivet. Sanksjonene skal være effektive, stå i rimelig forhold til overtredelsen (forholdsmessighet) og ha preventiv virkning. Direktivet oppstiller ingen nærmere krav til hvilke typer sanksjoner som skal innføres, men overlater til medlemsstatene å avgjøre dette. Det fremgår av fortalen pkt. 27 at det må foreligge sanksjonsmuligheter for enhver overtredelse av nasjonale bestemmelser som gjennomfører direktivet.

31.2.3 Utvalgets forslag

Utvalget viser til at direktivet stiller krav til at medlemsstatene innfører effektive, forholdsmessige og preventive sanksjoner overfor enhver overtredelse av nasjonale bestemmelser som gjennomfører direktivet. Utvalget utaler (NOU 2005: 17 punkt 14.2):

«Av de ovennevnte bestemmelser om sanksjoner for overtredelse av bestemmelsene i vphl. kapittel 4 er det bare bestemmelsen om daglig

mulkt som gjelder generelt. Utvalget viser til at daglig mulkt etter vphl. § 14-1 kan ilegges ethvert foretak og enhver person for enhver overtredelse av vphl. kapittel 4. Bestemmelsene om tilsidesettelse av aksjeeierbeføyelser og tvangssalg gjelder kun ved tilsidesettelse av tilbudsplikten. Utvalget finner at en generell adgang til å ilegge daglig mulkt ved overtredelser av regelverket om overtakelsestilbud fremstår som den mest hensiktsmessige sanksjonsformen. Etter hva utvalget er kjent med er adgangen til å ilegge daglig mulkt ikke benyttet. Utvalget er imidlertid kjent med at Oslo Børs har informert tilbydere og tilbudspliktige om at daglig mulkt vil ilegges dersom forholdet ikke rettes.

Utvalget legger til grunn at sanksjonsreglene i vphl. § 4-19, § 4-20 og § 14-1 også gjelder i forhold til utenlandske aksjeeiere, foretak og personer.»

Utvalget legger således til grunn at gjeldende regler om daglig mulkt videreføres. Utvalget foreslår å erstatte ordet «børs» med «tilbudsmyndighet» i vphl. § 4-20, § 12-6 og § 14-1.

31.2.4 Høringsinstansenes merknader

Ingen høringsinstanser har hatt merknader.

31.2.5 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets vurdering av at en generell adgang til å ilegge daglig mulkt ved overtredelser av regelverket om overtakelsestilbud, fremstår som den mest hensiktsmessige sanksjonsformen, i tråd med gjeldende rett. Kompetansen ligger i dag hos børsen. Det foreslås at kompetansen legges til tilbudsmyndigheten, jf. vurdering i proposisjonen punkt 31.1. Uttrykket «børs» erstattes ut ifra dette med «tilbudsmyndighet» i vphl. § 6-21, § 15-4 og § 17-1.

Det foreslås å videreføre bestemmelsen om tvangssalg i gjeldende vphl. § 4-20, jf. lovforslaget § 6-21. Uttrykket «børsen» foreslås erstattet med «tilbudsmyndigheten» i første og annet ledd.

Departementet viser for øvrig til at det er foretatt en nærmere gjennomgang av sanksjonsreglene på verdipapirhandeldområdet, jf. proposisjonens kapittel 12.

Del IV
Enkelte fellesspørsmål

32 Økonomiske og administrative konsekvenser

32.1 Generelt

Reguleringen av verdipapirmarkedene tar generelt sikte på å skape effektive markeder for formidling av egen- og fremmedkapital til næringslivet, for investering og sparing, og for spredning og avlastning av risiko. Effektive markeder er kjennetegnet ved at verdipapirprisene reflekterer den underliggende realøkonomiske verdi. En viktig forutsetning er at alle aktører har lik tilgang til kursrelevant informasjon. Hvis slik informasjon er – eller antas å være – skjevt fordelt, vil mange aktører avstå fra å handle. Med få aktører blir likviditeten dårlig, og markedene vil ikke fungere etter hensikten. For at mange skal ønske å handle i markedene er det også viktig at de tilfredsstiller alminnelige rettferdighetsnormer. For eksempel skal det ikke være mulig for en aktør å drive en systematisk tapping av verdier fra andre aktører i markedet, enten dette skjer gjennom innsidehandel eller ved utnyttelse av en sterk posisjon i markedet. Videre må aktørene ha sikkerhet for at betaling for verdipapir finner sted og at papirene faktisk blir levert ved oppgjør. Usikkerhet ved oppgjøret er en kostnad for aktørene som vil bidra til å redusere effektiviteten i markedene. Spesielt aksjemarkedet kan bidra til kontroll og disiplinering av selskapsledelser gjennom trusselen om eiermessig overtakelse og utskifting av ledelsen. Dette er særlig viktig i forhold til selskaper med en fragmentert eierstruktur. Samtidig er det viktig at eksisterende aksjonærer ikke blir skadelidende. Dette er både et spørsmål om rimelighet, og om å sikre tillit til og derfor høy deltakelse i verdipapirmarkedene på sikt.

I tillegg til effektivitet tar EU-direktivene som foreslås gjennomført i denne proposisjonen sikte på tettere integrasjon i EØS-området. Blant annet ønsker man å stimulere til konkurranse på tvers av landegrensene gjennom harmonisering av regelverket for verdipapirforetak og markeds plasser. Videre ønsker man å gjøre det enklere for investorer å orientere seg om selskaper og markeds plasser utenfor hjemlandet. Dette kan generelt bidra både til bedre kapitaltilgang for bedriftene, og til bedre avkastnings- og risikospredningsmuligheter for investorene.

Det er krevende å identifisere og vurdere samtlige nytte- og kostnadsvirkninger av den implementeringen av EU-direktiver som her foreslås. Dette er blant annet fordi flere endringer gjøres samtidig i et allerede omfattende regelverk. Mer generelt vil det dessuten være vanskelig å vurdere mer indirekte virkninger som økt konkurranse mellom verdipapirforetak og økt kapitalmobilitet over landegrensene. Hvor mye man har å vinne på disse områdene avhenger av hvor sterk konkurransen og mobiliteten er i utgangspunktet, og i hvilken grad eventuelle problemer faktisk har sammenheng med verdipapirmarkedsreguleringen – eller mangel på sådan.

32.2 Gjennomføringen av MiFID i norsk rett

Økonomiske og administrative konsekvenser for myndighetene

Forslaget til ny verdipapirhandellov innebærer en utvidelse av de konsesjonspliktige tjenestene til også å omfatte investeringsrådgivning, drift av multilaterale handelsfasiliteter og ordreformidling. Nytt i forhold til gjeldende rett er det også at investeringstjenester knyttet til varederivater i utgangspunktet underlegges full regulering (i motsetning til etter gjeldende rett, hvor slike tjenester bare delvis er underlagt verdipapirhandelloven). En slik utvidelse innebærer at flere (nye) foretak må søke om konsesjon, noe som vil føre til økt arbeidsmengde for konsesjonsmyndighetene (Kredittilsynet og Finansdepartementet). Forslaget til utvidelse vil også medføre at flere foretak vil komme under Kredittilsynets tilsyn.

Det er grunn til å anta at det må forventes at det ved innføringen av et nytt regelverk for verdipapirmarkedet og for regulerte markeder vil være behov for informasjon og veiledning i forbindelse med gjennomføringen og praktiseringen av nytt regelverk. Dette vil særlig kunne være aktuelt i en overgangsperiode. Det vil også være behov for å utarbeide utfyllende forskrifter i tråd med de foreslåtte forskriftshjemlene i lovforslaget.

Når det gjelder forslaget om nye regler for transaksjonsrapportering, vises det til at forslaget innebærer en omlegging av den gjeldende rapporteringen av utførte transaksjoner. Blant annet skal rapporteringen etter forslaget skje direkte til Kredittilsynet, og ikke til børsen. Forslaget krever at det etableres og tas i bruk nye systemer og tekniske løsninger. Det vil være behov for ekstrasbevilgninger på dette området, noe departementet vil komme tilbake til.

Kredittilsynet vil i henhold til lovforslaget få et noe utvidet tilsynsansvar. Dette gjelder både i forhold til antallet tilsynsobjekter, jf. omtale ovenfor om nye konsesjonspliktige foretak. Utover dette vil gjennomføringen av MiFIDs regler om utvidet hjemstatstilsyn, innebære at Kredittilsynet i større grad enn etter gjeldende rett skal føre tilsyn med norske foretaks virksomhet i annet EØS-land. Det følger for øvrig av lovforslaget at Kredittilsynet skal føre lister over blant annet tilknyttede agenter og regulerte markeder.

Videre innebærer forslaget at Kredittilsynet gis kompetanse til å ilegge overtredelsesgebyr som administrativ sanksjon ved brudd på flaggeregulverket. Ordningen vil neppe isolert sett medføre vesentlig merarbeid for Kredittilsynet (som håndterer slike saker i dag også), men det må påregnes merarbeid i Finansdepartementet (som forvaltningsmessig klageorgan).

Økonomiske og administrative konsekvenser for private aktører

Verdipapirforetak og regulerte markeder vil måtte tilpasse seg nye virksomhetsregler som følge av lovforslaget. Lovforslaget vil på en del områder føre til at eksisterende verdipapirforetak og regulerte markeder vil måtte gjøre endringer i sin virksomhet internt og overfor investor og myndighetene. Eksisterende foretak som i dag driver med for eksempel investeringsrådgivning, vil måtte søke om konsesjon, siden dette foreslås inntatt som en ny konsesjonspliktig tjeneste. Dette gjelder også foretak som yter investeringstjenester knyttet til varederivater (for eksempel innen kraftbransjen), siden varederivater og investeringstjenester knyttet til slike kontrakter i henhold til lovforslaget i utgangspunktet underlegges full verdipapirrettslig regulering (det foreslås imidlertid viktige unntak fra lovens virkeområde for enkelte typer av slik virksomhet).

Når det gjelder forslaget om verdipapirforetakenes transaksjonsrapportering til Kredittilsynet, må det legges til grunn at omlegging til et slikt nytt

system vil være ressurskrevende også for de private aktører.

32.3 Gjennomføringen av rapporteringsdirektivet i norsk rett

Rapporteringsdirektivet innebærer på samme måte som MiFID endringer i reguleringen av hvordan myndighetene organiserer mottak, oppbevaring og utveksling av relevant informasjon (bl.a. børsmeldinger og periodisk rapportering). Dette vil påføre kostnader for *offentlige myndigheter*.

For *private aktører* (utstedere) kan gjennomføringen av rapporteringsdirektivet medføre noe skjerpede og omfattende rapporteringskrav. En harmonisering av rapporteringsformat i EØS-området og hjemstatstilsyn vil imidlertid kunne senke terskelen for å henvende seg til kapitalmarkedet i EØS-området, og således bidra til å lette kapitaltilgangen for næringslivet.

32.4 Gjennomføringen av direktivet om overtakelsestilbud mv. i norsk rett

Direktivet harmoniserer regelverket i EØS-området vedrørende overtakelsestilbud. Direktivet antas å bidra til å ivareta hensynet til likebehandling av aksjonærer i en overtakelsessituasjon, noe som antas å redusere risikoen for at minoritetsaksjonærer lider økonomisk tap som følge av selskapsovertakelser. Dette bidrar til å skape nødvendig tillit som er viktig for velfungerende verdipapirmarked i EØS-området. Dette vil bidra til å skape et reelt indre marked for finansielle tjenester, noe som kan antas å redusere kapitalkostnadene for næringslivet.

Forslaget innebærer at gjeldende norske tilbudspliktsgrense på 40 prosent senkes til 1/3. Forslaget antas å ivareta hensynet til minoritetsaksjeierne i større grad, samtidig som det kan medføre visse merkostnader for oppkjøper.

Forslaget innebærer at oppgaven som tilbudsmyndighet skal ligge hos et regulert marked. Oslo Børs er per i dag er det eneste norske regulerte markedet for aksjer. Oslo Børs utfører i dag oppgaver som tilsynsmyndighet, og for Oslo Børs antas at forslaget ikke vil medføre vesentlige endringer i forhold til de oppgaver de allerede har.

Forslaget antas for øvrig ikke å medføre vesentlige økonomiske eller administrative konsekvenser for det offentlige eller for næringslivet.

33 Merknader til de enkelte bestemmelser

Lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven)

Til § 1-1 Lovens formål

Bestemmelsen angir lovens formål, og viderefører gjeldende verdipapirhandellov § 1-1.

Til § 1-2 Lovens stedlige virkeområde

Bestemmelsen angir lovens stedlige virkeområde, og er i samsvar med utvalgets utkast.

Bestemmelsen må ses i sammenheng med §§ 9-24 til 9-26 om utenlandske verdipapirforetaks virksomhet i Norge, herunder verdipapirhandellovens (begrensede) anvendelse overfor disse. Det vises til nærmere omtale av disse bestemmelsene nedenfor, samt til omtale i kapittel 8.

Til § 1-3 Lovens anvendelse for verdipapirforetak med begrenset tjenestespekter

Bestemmelsen åpner for at verdipapirforetak med begrenset tjenestespekter kan unntas fra enkelte av lovens bestemmelser i tråd med MiFID artikkel 3. Bestemmelsen er nærmere omtalt ovenfor under punkt 5.5.

Bestemmelsen åpner for at departementet i forskrift kan fastsette at enkelte av lovens bestemmelser ikke skal gjelde for verdipapirforetak med såkalt «begrenset tjenestespekter». Dette vil være verdipapirforetak som bare driver investeringstjenestene investeringsrådgivning (jf. § 2-1 første ledd nr. 5) knyttet til omsettelige verdipapirer og verdipapirfondsandeler, og/eller mottak og formidling av ordre (jf. § 2-1 første ledd nr. 1) i forbindelse med disse finansielle instrumentene (nr. 2). Verdipapirforetaket kan altså drive med begge former for virksomhet (investeringsrådgivning og mottak/formidling av ordre), bare investeringsrådgivning eller bare mottak og formidling. Det er videre et vilkår at verdipapirforetaket ikke besitter kundemidler (nr. 1), og på den måten ikke setter seg i gjeld til kunden (jf. MiFID artikkel 3 nr. 1 første strekpunkt).

Videre er det et vilkår at verdipapirforetaket bare formidler ordre, jf. nr. 2, til verdipapirforetak eller kredittinstitusjoner med adgang til å yte slike

investeringstjenester i Norge, og til forvaltnings-selskap for verdipapirfond med adgang til å drive verdipapirfondsforvaltning i Norge, jf. nr. 3.

Bestemmelsen unntar ikke slike verdipapirforetak på generelt grunnlag, men åpner som nevnt for at departementet kan fastsette at enkelte av lovens bestemmelser ikke skal gjelde (de bestemmelsene som gjennomfører MiFID). Slike unntak skal fastsettes i forskrift.

Det har under høringsrunden vært reist spørsmål vedrørende lovens anvendelse på såkalt private equity-virksomhet. Dette er nærmere omtalt ovenfor under punkt 5.5. I den grad slik virksomhet anses for å utgjøre investeringsrådgivning, og således omfattes av loven, vil det kunne være aktuelt å fastsette forskrift som unntar slik virksomhet fra enkelte bestemmelser i tråd med § 1-3. Dette er i samsvar med utvalgets utkast, jf. omtale ovenfor under kapittel 5.

Verdipapirforetak som unntas fra enkelte av lovens bestemmelser etter denne paragrafen, vil ikke kunne yte investeringstjenester i andre EØS-land på grunnlag av reglene om «single passport»-rettigheter i MiFID artikkel 31 og 32. Dette følger blant annet av § 9-22, jf. omtale nedenfor, og MiFID artikkel 3 nr. 2.

Til § 1-4 Lovens anvendelse for kredittinstitusjoner

Bestemmelsen er nærmere omtalt ovenfor under punkt 4.5, og fastsetter at departementet kan unnta kredittinstitusjoner fra enkelte av lovens bestemmelser. Slikt unntak kan gjøres ved forskrift eller enkeltvedtak. MiFID har ikke en tilsvarende bestemmelse, men MiFID artikkel 1 nr. 2 angir at direktivet har begrenset anvendelse overfor banker og kredittinstitusjoner.

Et særskilt spørsmål gjelder lovens anvendelse overfor filialer av banker som driver investeringsrådgivning. Slike filialer underlegges loven som følge av at slik rådgivning er å anse som investeringstjeneste, jf. § 2-1 første ledd nr. 5. Slik rådgivning kan i henhold til gjeldende rett drives konsesjonsfritt. De særlige organisatoriske kravene som loven stiller opp, jf. lovens kapittel 10, er omfattende. Det har vært anført at disse reglene av den grunn ikke passer fullt ut for slik filialvirksomhet.

Det er gitt utfyllende bestemmelser til disse organisatoriske kravene i gjennomføringsdirektivet og forordningen. Disse bestemmelsene fastsetter imidlertid også at kravene til en viss grad er relative (blant annet at det skal ses hen til virksomhets risiko, art og omfang). Tilsvarende bestemmelser vil inntas i de norske gjennomføringsreglene, og vil kunne utfylles nærmere gjennom rundskriv mv. Forholdet til kredittinstitusjoner og banker er nærmere omtalt ovenfor under punkt 4.5.

Til § 2-1 Investerings tjenester og tilknyttede tjenester

Bestemmelsen gjennomfører MiFID artikkel 4 nr. 1 2) og 3) som definerer henholdsvis investerings tjenester og tilknyttede tjenester. Bestemmelsen er nærmere omtalt under punkt 4.5, og er i samsvar med utvalgets utkast. Det er foretatt enkelte mindre språklige justeringer.

Direktivets definisjon henviser til MiFIDs vedlegg I del A som lister opp hva som regnes som investerings tjenester, og til vedlegg I del B som lister opp hva som regnes som tilknyttede tjenester. Avgjørende for hva som skal regnes som investerings tjenester er blant annet også omfanget av begrepet «finansielle instrumenter». Finansielle instrumenter defineres i § 2-2, jf. nærmere omtale nedenfor.

Første ledd angir hvilke tjenester og hvilken virksomhet som regnes som investerings tjenester. Bestemmelsen innebærer i hovedsak en videreføring av gjeldende rett, men investeringsrådgivning (nr. 5) og drift av multilateral handelsfasilitet (nr. 7) er nytt.

Investeringsrådgivning er definert i § 2-4 første ledd, og omfatter personlig anbefaling til en kunde om en eller flere transaksjoner i forbindelse med bestemte finansielle instrumenter. Det er ikke avgjørende om anbefalingen skjer på foretakets eller kundens initiativ. Investeringsrådgivning er definert i MiFID artikkel 4 nr. 1 4). Investeringsrådgivning må avgrenses mot mer generelle råd om investeringer, både råd som er generelle i form av å rette seg til flere personer, men også i form av å rette seg mot investeringer i ulike typer av finansielle instrumenter (allokeringsanbefalinger). Det vises til at definisjonen krever at det må dreie seg om «personlig anbefaling». Videre gjøres det oppmerksom på at slike mer generelle råd («generic advice») i henhold til fortalen til gjennomføringsdirektivet pkt. 81) vil omfattes av reglene om god forretningsskikk. Investeringsrådgivning er for øvrig også definert mer utfyllende i gjennomføringsdirektivet artikkel 52. Det er lagt til grunn at regler

til gjennomføring av denne bestemmelsen vil kunne fastsettes med hjemmel i tredje ledd, jf. omtale nedenfor.

Multilateral handelsfasilitet er nærmere definert i § 2-3 fjerde ledd, se nærmere omtale nedenfor. Multilateral handelsfasilitet er definert i MiFID artikkel 4 nr. 1 15). En multilateral handelsfasilitet er en alternativ markeds plass for omsetning av finansielle instrumenter som kan drives av verdipapirforetak eller av regulert marked med tillatelse etter verdipapirhandelloven. Lovens kapittel 11 har for øvrig nærmere regler om drift av slik alternativ markeds plass for finansielle instrumenter. Det vises til nærmere omtale av disse bestemmelsene nedenfor og under kapittel 11.

De øvrige investerings tjenestene er mottak og formidling av ordre på vegne av kunde i forbindelse med et eller flere finansielle instrumenter (nr. 1), utførelse av ordre på vegne av kunde (nr. 2), omsetning av finansielle instrumenter for egen regning (egenhandel, nr. 3), aktiv forvaltning av investors portefølje av finansielle instrumenter på individuell basis og etter investors fullmakt (nr. 4) og plassering av offentlige tilbud som nevnt i kapittel 7 (om prospekt), plassering av emisjoner, garantistillelse for fulltegning av emisjoner eller tilbud om kjøp av finansielle instrumenter (nr. 6). Tjeneste nr. 1 og 2 utgjør etter gjeldende rett én tjeneste.

Yting av investerings tjenester på forretningsmessig basis krever konsesjon, jf. § 9-1 og nærmere omtale av denne nedenfor. Enkelte former for investerings tjenester er imidlertid unntatt fra viktige deler av loven, blant annet konsesjonsplikt. Hvilke former for virksomhet som unntas, fremgår av § 9-2, jf. omtale nedenfor.

Annet ledd angir hva som regnes som tilknyttede tjenester. Dette er tjenester som verdipapirforetak med tillatelse til å yte investerings tjenester etter § 9-1 kan yte i tillegg. De tilknyttede tjenestene svarer til MiFID vedlegg I del B. Det er for øvrig begrenset adgang for verdipapirforetak til å drive annen næringsvirksomhet som ikke har naturlig sammenheng med utøvelsen av investerings tjenestevirksomheten, jf. § 10-2.

Det som regnes som tilknyttede tjenester er oppbevaring og forvaltning av finansielle instrumenter (nr. 1), kredittgivning (nr. 2), rådgivning med hensyn til foretaks kapitalstruktur, industriell strategi og beslektede spørsmål, rådgivning og tjenester i forbindelse med fusjoner og oppkjøp av foretak (nr. 3), tjenester i tilknytning til valutavirksomhet når dette skjer i forbindelse med ytelse av investerings tjenester (nr. 4), utarbeidelse og formidling av investerings anbefalinger, finansielle

analyser og andre former for generelle anbefalinger vedrørende transaksjoner i finansielle instrumenter (nr. 5), tjenester tilknyttet fulltegningsgaranti (nr. 6) og tjenester i tilknytning til underliggende til varederivater og derivater som nevnt i § 2-2 femte ledd nr. 5, når disse tjenestene har sammenheng med investeringstjenester eller tilknyttede tjenester som nevnt i denne bestemmelsen (nr. 7).

Tredje ledd er en forskriftshjemmel som åpner for at departementet kan gi forskrifter om hva som skal anses som investeringstjenester og tilknyttede tjenester (avgrensning). Departementet vil med hjemmel i denne bestemmelsen blant annet kunne fastsette nærmere regler om hva som skal regnes som investeringsrådgivning. Det vises til at dette vil kunne være nødvendig for å gjennomføre gjennomføringsforordningen artikkel 52, jf. også nærmere omtale av dette i tilknytning til første ledd ovenfor.

Til § 2-2 Finansielle instrumenter

Bestemmelsen gjennomfører MiFID artikkel 4 nr. 1 17), som definerer finansielle instrumenter. Direktivets definisjon henviser til MiFIDs vedlegg I del C, som lister opp hva som regnes som finansielle instrumenter. Bestemmelsen er nærmere omtalt ovenfor under punkt 4.5. Det er gjort enkelte mindre språklige endringer i bestemmelsen i forhold til utvalgets utkast. Departementet foreslår ikke, i motsetning til utvalget, å inkludere andeler i kommandittselskaper og ansvarlige selskaper i definisjonen.

Bestemmelsen må leses i sammenheng med § 2-1, som angir hvilke tjenester som er å anse som investeringstjenester og tilleggstjenester, jf. omtale ovenfor.

Første ledd angir hvilke instrumenter som omfattes av betegnelsen finansielle instrumenter: omsettelige verdipapirer, verdipapirfondsandeler, pengemarkedsinstrumenter og derivater. Disse ulike typene av finansielle instrumenter er nærmere definert i bestemmelsens øvrige ledd.

Annet ledd angir hvilke verdipapirer som regnes som omsettelige, jf. første ledd nr. 1. Listen her er ikke uttømmende, jf. «herunder». Omsettelige verdipapirer omfatter i henhold til denne bestemmelsen de klasser av verdipapirer som «kan omsettes på kapitalmarkedet». Det er således et vilkår at verdipapiret er omsettelig. Begrepet omsettelighet er nærmere drøftet i pkt. 4.5 ovenfor, og det legges her til grunn at det er verdipapirer som etter sin art er omsettelige, som skal regnes som omsettelige verdipapirer i denne lovens forstand. Dette innebærer at avtaler/vedtektsbestemmelser om omset-

ningsbegrensninger ikke vil være avgjørende for om verdipapiret skal anses som omsettelig. Annet ledd nr. 1 til 3 nevner videre eksempler på verdipapirer som er omsettelige, jf. som nevnt «herunder». Dette er for eksempel aksjer og verdipapirer som kan sidestilles med aksjer (nr. 1), obligasjoner (nr. 2) og andre verdipapirer som gir rett til å erverve eller selge omsettelige verdipapirer eller som gir rett til kontant oppgjør (nr. 3). Derivatkontrakter som er omsettelige vil således kunne omfattes av nr. 3.

Tredje ledd presiserer hva som menes med «verdipapirfondsandeler». Dette er verdipapirfondsandeler som omfattes av verdipapirfondloven, men omfatter også verdipapirer som kan sidestilles med slike andeler.

Fjerde ledd angir en definisjon av «pengemarkedsinstrumenter», som er de klassene av instrumenter som normalt omsettes i pengemarkedet. Det er presisert at definisjonen ikke skal omfatte betalingsmidler.

Bestemmelsens *femte ledd* angir hva som omfattes av betegnelsen «derivater». Derivater vil i henhold til nr. 1 til 5 omfatte opsjoner, terminer, bytteavtaler (swaps), fremtidige renteavtaler (FRA), og alle andre avledede kontrakter med fysisk eller finansielt oppgjør som relaterer seg til verdipapirer, valuta, renter, avkastningsmål, andre instrumenter, finansielle indekser eller finansielle måleenheter (nr. 1), varederivater (nr. 2), kredittderivater (nr. 3), finansielle differansekontrakter (nr. 4) og andre instrumenter som ikke omfattes av nr. 1 til 4, men som har de samme karakteristika som andre avledede finansielle instrumenter (nr. 5). Det er foretatt enkelte språklige endringer/forenklinger i forhold til utvalgets utkast.

Sjette ledd åpner for at departementet kan gi nærmere forskrifter om hva som skal anses som finansielle instrumenter etter bestemmelsen. Det vil særlig kunne være aktuelt å gi nærmere regler om derivater, jf. MiFIDs vedlegg I del C og definisjonen av derivater her.

Til § 2-3 Verdipapirforetak, kredittinstitusjon, regulert marked og multilateral handelsfasilitet

Bestemmelsen definerer verdipapirforetak, kredittinstitusjon, regulert marked og multilateral handelsfasilitet. Med unntak av kredittinstitusjon, er begrepene definert i MiFID artikkel 4 nr. 1 1), 14) og 15), og bestemmelsen tar sikte på å gjennomføre disse definisjonene i norsk rett. Det vises for øvrig til omtale i punkt 4.5.

Første ledd definerer verdipapirforetak som et foretak som yter en eller flere investeringstjenester

på forretningsmessig basis. Det vises til omtalen av § 2-1 første ledd hva angår hvilke tjenester som skal regnes som investeringstjenester, samt til § 9-1 hva angår kravet om tillatelse når det gjelder utøvelse av slik virksomhet på forretningsmessig basis.

Annet ledd definerer kredittinstitusjon ved å vise til definisjonen i finansieringsvirksomhetsloven § 1-5 nr. 3.

Tredje ledd definerer regulert marked ved å vise til ny lov om regulerte markeder § 3 første ledd, jf. nærmere omtale av denne bestemmelsen nedenfor og under pkt. 9.2.5.

Fjerde ledd definerer multilateral handelsfasilitet som et multilateralt system der det legges til rette for omsetning av finansielle instrumenter som definert i § 2-2 i samsvar med objektive regler og kravene fastsatt i denne loven med tilhørende forskrifter. En multilateral handelsfasilitet vil således være en omsetningsplass for finansielle instrumenter, og dermed et alternativ til regulert marked/børs (og omsetning internt i verdipapirforetak). Drift av en multilateral handelsfasilitet er en investeringstjeneste, jf. § 2-1 første ledd nr. 7, og slik fasilitet kan drives av et verdipapirforetak med tillatelse etter § 9-1 eller av et regulert marked med tillatelse etter § 9-5.

Til § 2-4 Andre definisjoner

Bestemmelsen definerer begrepene investeringsrådgivning, prisstiller, tilknyttet agent, systematisk internaliserer og betydelig eierandel. Det vises også til omtale i punkt 4.5.

Første ledd definerer investeringsrådgivning som personlig anbefaling til en kunde om en eller flere transaksjoner i forbindelse med bestemte finansielle instrumenter. Det er ikke avgjørende om anbefalingen skjer på foretakets eller kundens initiativ. Investeringsrådgivning er definert i MiFID artikkel 4 nr. 1 4), og bestemmelsen vil gjennomføre denne definisjonen. Investeringsrådgivning må avgrenses mot mer generelle råd om investeringer, både råd som er generelle i form av å rette seg til flere personer, men også i form av å rette seg mot investeringer i ulike typer av finansielle instrumenter (allokeringsanbefalinger). Det vises til at definisjonen krever at det må dreie seg om «personlig anbefaling». Videre gjøres det oppmerksom på at slike mer generelle råd («generic advice») i henhold til fortalet til gjennomføringsdirektivet pkt. 81) vil omfattes av reglene om god forretningsskikk. Investeringsrådgivning er for øvrig også definert mer utfyllende i gjennomføringsdirektivet artikkel 52. Det er lagt til grunn at regler til gjennomføring av denne bestemmelsen vil kunne fastsettes med hjemmel i § 2-1 tredje ledd, jf. omtale av denne bestemmelsen ovenfor.

Annet ledd definerer prisstiller (også kalt «marked maker») som person som på kontinuerlig grunnlag tilbyr kjøp eller salg av finansielle instrumenter for egen regning.

Tredje ledd definerer tilknyttet agent som fysisk eller juridisk person som utfører nærmere angitte oppgaver for et verdipapirforetak. Disse oppgavene kan være markedsføring av verdipapirforetakets tjenester, å skaffe oppdrag for verdipapirforetaket, mottak og formidling av ordre, plassering av finansielle instrumenter eller rådgivning om slike instrumenter eller tjenester som verdipapirforetaket tilbyr. Slik tilknyttet agent kan bare være tilknyttet ett verdipapirforetak. Denne begrensningen gjelder bare i forhold til verdipapirforetak, slik at agenten vil kunne være tilknyttet andre foretak i tillegg til verdipapirforetaket, jf. også MiFIDs fortale pkt. 37. Definisjonen viser for øvrig også til § 10-16, som har nærmere regler om tilknyttet agent, jf. omtalen av denne bestemmelsen nedenfor. Paragraf 10-16 er også nærmere omtalt i pkt. 7.8.5.

Fjerde ledd definerer systematisk internaliserer som verdipapirforetak som på en organisert, systematisk og regelmessig måte handler for egen regning ved å utføre kundeordre utenfor regulert marked eller multilateral handelsfasilitet. Slik virksomhet er regulert i § 10-19, jf. nærmere omtale nedenfor.

Femte ledd viderefører definisjonen av betydelig eierandel i gjeldende verdipapirhandellov § 1-3 tredje ledd.

Til § 2-5 Nærstående

Bestemmelsen er en videreføring av verdipapirhandelloven § 1-4, og angir hvem som regnes som «nærstående» i lovens forstand, se nærmere omtale i punkt 25.3.2. Dette gjelder også bestemmelsen i *nr. 4* om at konsolidering skal skje med «selskap hvor vedkommende selv eller noen som er nevnt i nr. 1, 2 eller 5, har slik innflytelse som nevnt i aksjeloven og allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd eller selskapsloven § 1-2 annet ledd». Et særlig spørsmål er om bestemmelsen i nr. 4 også omfatter særlovselskaper opprettet med hjemmel i egen lov. Etter lovens ordlyd er det krav om «innflytelse som nevnt i aksjeloven og allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd eller selskapsloven § 1-2 annet ledd». Konsolideringsbestemmelsen i nr. 4 forutsetter etter departementets vurdering at den bestemmende innflytelse utøves på grunnlag av den eierinnflytelse som følger av de aktuelle lover (eller tilsvarende utenlandske lover). Bestemmelsen omfatter således selskaper som er opprettet og organisert etter aksjeloven, allmennaksjeloven og selskapsloven, og ikke særlovselskaper. Når det gjelder bestemmelsen i *nr. 5* om forplik-

tende samarbeid, foreslås en endring av ordlyden som innebærer at det i lovteksten presiseres at samarbeid der et «tilbud vanskeliggjøres eller forhindres» omfattes av bestemmelsen. Dette innebærer ingen realitetsendring i forhold til gjeldende rett, jf. nærmere omtale i punkt 25.3.2.

Til § 2-6 Oppgjørsvirksomhet (clearing)

Bestemmelsen er en videreføring av verdipapirhandelloven § 1-5, og angir hva som regnes som oppgjørsvirksomhet.

Til § 3-1 Anvendelsesområde

Bestemmelsene viderefører verdipapirhandelloven § 2-1, men henvisningen til «regulert marked» i *tredje ledd* er endret til marked slik det er definert i MiFID artikkel 4 nr. 1 14). Det er også tatt inn et nytt *fjerde ledd*, som gir §§ 3-3, 3-4, 3-7 og 3-8 tilsvarende anvendelse på multilaterale handelsfasiliteter. Denne endringen er nærmere omtalt ovenfor i kapittel 11.3.5 og innebærer at reglene om misbruk av innsideinformasjon (§ 3-3), taushetsplikt og tilbørlig informasjonshåndtering (§ 3-4), rådgivningsforbud (§ 3-8) og bestemmelsen om markedsmanipulasjon (§ 3-8) skal gjelde for finansielle instrumenter som omsettes på multilateral handelsfasilitet.

Til § 3-2 Definisjon av innsideinformasjon

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven § 2-2. Når det gjelder henvisningen til varederivater, vil dette være derivater som omfattes av § 2-2 femte ledd nr. 4. Definisjonen av varederivater i denne bestemmelsen er ikke sammenfallende med definisjonen i gjeldende verdipapirhandellov § 1-2 fjerde ledd. Det vil imidlertid med hjemmel i § 2-2 sjette ledd kunne fastsettes nærmere regler om hva som skal anses som varederivater, og det er lagt til grunn at dette vil være en hensiktsmessig måte å avgrense begrepet på. Det vises i den forbindelse til omtale ovenfor under pkt. 4.5.

Til § 3-3 Misbruk av innsideinformasjon

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven § 2-3.

Til § 3-4 Taushetsplikt og tilbørlig informasjons-håndtering

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven § 2-4.

Til § 3-5 Liste over personer med tilgang til innsideinformasjon

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven § 2-5.

Til § 3-6 Undersøkelsesplikt

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven § 2-6.

Til § 3-7 Rådgivningsforbud

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven § 2-7.

Til § 3-8 Markedsmanipulasjon

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven § 2-8.

Til § 3-9 Forbud mot urimelige forretningsmetoder

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven § 2-9.

Til § 3-10 Investeringsanbefalinger mv.

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven § 2-10.

Til § 3-11 Rapporteringsplikt

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven § 2-11.

Til § 3-12 Tilbakekjøpsprogrammer og kursstabilisering

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven § 2-12.

Til § 3-13 Unntak for disposisjoner foretatt av EØS-stat, sentralbank mv.

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven § 2-13.

Til § 4-1 Primærinnsiders meldeplikt

Bestemmelsen viderefører vphl. § 3-1. I bestemmelsen er «børs og autorisert markeds plass» erstattet med «regulert marked».

Til § 4-2 Flagging av erverv av større aksjeposter, rettigheter til aksjer og stemmerettigheter

Bestemmelsen er dels en videreføring av gjeldende rett og dels en gjennomføring av rapporteringsdirektivet artikkel 9 til 11. Bestemmelsens virkeområde er noe annerledes utformet enn dagens § 3-2, jf. nedenfor.

Etter *første ledd* gjelder § 4-2 for aksjer opptatt til handel på regulert marked utstedt av en utsteder med Norge som hjemstat. Hjemstat er nærmere definert i § 5-4 første og annet ledd. Der Norge er vertsstat for en utsteder, gjelder hjemstatens lovgivning for så vidt gjelder forholdene

omfattet i § 4-2 og § 4-3 annet til fjerde ledd, jf. § 4-2 første ledd tredje punktum. Vertsstat er definert i § 5-4 tredje ledd.

Annet ledd fastsetter flaggeplikt ved visse erverv, avhendelser og andre omstendigheter. Bestemmelsen gjennomfører rapporteringsdirektivet artikkel 9 nr. 1-3.

Hvis en aksjeeiers eller annen persons andel av aksjer og/eller rettigheter til aksjer når opp til, overstiger eller faller under 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 1/3, 50 %, 2/3 og 90 % av aksjekapitalen eller en tilsvarende andel av stemmene som følge av «erverv, avhendelse eller annen omstendighet», skal vedkommende flagge ved å gi melding til utstederen og til Kredittilsynet eller den Kredittilsynet utpeker. Etter tredje ledd gjelder flaggeplikten tilsvarende for stemmerettigheter til aksjer i visse situasjoner, jf. omtale nedenfor. Bestemmelsen utløser flaggeplikt i flere situasjoner enn det som følger av gjeldende rett - nåværende bestemmelse i vphl. § 3-2 omfatter ikke «annen omstendighet» eller stemmerettigheter til aksjer som omhandlet i tredje ledd. Det kan fastsettes nærmere bestemmelser om hva som er «annen omstendighet» i forskrift, jf. *niende ledd*.

Tredje ledd angir hvilke stemmerettigheter som etter loven vil kunne utløse flaggeplikt, jf. nærmere omtale i punkt 16.1.5. Nærmere regler kan gis i forskrift, jf. *niende ledd*.

Etter *fjerde ledd* skal innlån av aksjer og tilbakelevering av aksjer til utlåner regnes som erverv og avhendelse i forhold til § 4-2. Dette er i tråd med gjeldende rett.

Femte ledd viderefører gjeldende § 3-2 tredje ledd. Som rettighet til aksjer regnes i denne paragraf lån som nevnt i aksjeloven § 11-1 og allmennaksjeloven § 11-1, tegningsretter, opsjoner på kjøp av aksjer og tilsvarende rettigheter.

Sjette ledd har regler om konsolidering. Bestemmelsen gjennomfører direktivet artikkel 10 a), c), e) og h). I forhold til gjeldende rett er bestemmelsen utvidet til å omfatte stemmerettigheter til aksjer. Like med vedkommendes egne aksjer, rettigheter til aksjer og stemmerettigheter, regnes aksjer, rettigheter til aksjer, eller stemmerettigheter som eies eller i tilfelle erverves eller avhendes av nærstående som nevnt i § 2-5, jf. sjette ledd *nr. 1*. Like med vedkommendes egne aksjer, rettigheter til aksjer eller stemmerettigheter som nevnt i tredje ledd, regnes stemmerettigheter til aksjer som nevnt i tredje ledd som innehas av eller overføres til nærstående som nevnt i § 2-5 eller ved opphør av innehav av slike rettigheter, jf. sjette ledd *nr. 2*.

Etter *syvende ledd* skal melding etter § 4-2 gis straks etter at avtale om erverv eller avhendelse er inngått, eller vedkommende blir kjent eller burde

ha blitt kjent med annen omstendighet som fører til at vedkommende når, passerer eller faller under en terskel i annet ledd. Kravet om at melding skal gis straks viderefører kravet i gjeldende vphl § 3-2 femte ledd.

Åttende ledd fastslår at flaggebestemmelsen og bestemmelser gitt i medhold av denne gjelder tilsvarende for grunnfondsbevis. I gjeldende rett følger tilsvarende av vphl. § 3-2 syvende ledd. Etter *annet punktum* gjelder bestemmelsene i § 4-2 gjelder derimot ikke for handler foretatt av EØS-sentralbank og Den europeiske sentralbank i en kortvarig periode under forutsetning av at aksjenes stemmerett ikke benyttes. Annet punktum gjennomfører direktivet artikkel 11.

Etter *niende ledd* kan departementet i forskrift fastsette nærmere regler om flagging (herunder regler om stemmerettigheter og annen omstendighet), unntak fra reglene i denne paragrafen og regler om konsolidering av eierandeler. Det vil blant annet være aktuelt å benytte denne myndigheten til å fastsette regler om unntak fra flaggeplikten, jf. direktivet art. 9 nr. 4 til 6.

Forslaget er omtalt i kapittel 16.

Til § 4-3 Krav til melding

Første ledd er en videreføring av gjeldende § 3-3 første ledd.

I *annet ledd* er det foreslått en forskriftshjemmel for nærmere regler om innholdet av flaggemeldinger.

Etter *tredje ledd* skal Kredittilsynet eller den Kredittilsynet utpeker offentliggjøre meldinger etter § 4-3. Dette er en endring i forhold til dagens § 3-3, hvorefter vedkommende børs og autoriserte markeds plass skal stå for offentliggjøringen. Meldinger skal offentliggjøres på en måte som angitt i § 5-12. *Tredje ledd annet punktum* er en videreføring av gjeldende § 3-3 tredje ledd annet punktum.

Etter *fjerde ledd* kan flaggemeldinger gis på norsk eller engelsk.

Forslaget er omtalt i pkt. 16.3.

Til § 5-1 Virkeområde

Bestemmelsen fastslår at §§ 5-2 og 5-3 gjelder for utstedere hvis finansielle instrumenter er eller er søkt opptatt til handel på norsk regulert marked. Virkeområdet for disse bestemmelsene er dermed videre enn rapporteringsdirektivet.

Bestemmelsen er omtalt i pkt. 13.2.5.

Til § 5-2 Informasjonspliktens innhold

Bestemmelsen er en videreføring av børsforskriften §§ 5-2 og 10-2. Dagens bestemmelser gjelder for hhv. «selskapet» og «låntager». Den nye bestemmel-

sen gjelder generelt for «utsteder». Dette er i tråd med markedsmisbruksdirektivet art. 6.

Det vises til omtale i pkt. 13.2.5.

Til § 5-3 Utsatt offentliggjøring mv.

Bestemmelsen er en videreføring av børsforskriften §§ 5-3 og 10-3.

Til § 5-4 Virkeområde

Bestemmelsen gir regler om virkeområde og gjennomfører rapporteringsdirektivet art. 2 nr. 1 bokstav i) og j).

Etter *første ledd* gjelder §§ 5-5 til 5-11 for utstedere med Norge som hjemstat hvis omsettelige verdipapirer er opptatt til handel på regulert marked.

Annet til *fjerde ledd* definerer hjemstat i tråd med rapporteringsdirektivet artikkel 1 (i). Definisjonen er omtalt i pkt. 14.5.

Femte ledd har regler om vertsstatstilfellene. Definisjonen av vertsstat er nærmere omtalt i pkt. 14.5.

Etter *sjette ledd* gjelder ikke §§ 5-5 til 5-11 for stat, regional eller lokal myndighet i stat, internasjonalt offentlig organ eller organisasjon som minst en EØS-stat er medlem i, EØS-sentralbank og Den europeiske sentralbank. §§ 5-5 til 5-11 gjelder heller ikke for utsteder som bare utsteder gjeldsinstrumenter hvis pålydende er minst 50 000 euro eller tilsvarende beløp i annen valuta, samt for utstedere av verdipapirfond. Departementet kan i forskrift gjøre ytterligere unntak fra §§ 5-5 til 5-11, samt gi regler om lovens anvendelse for verdipapirfond.

Etter *syvende ledd* gjelder §§ 5-5 til 5-14 og regler fastsatt i medhold av disse bestemmelsene tilsvarende for grunnfondsbevis så langt de passer dersom ikke annet fremgår av den enkelte bestemmelse.

Åttende ledd gir departementet adgang til å fastsette nærmere bestemmelser om virkeområde i forskrift, herunder regler om offentliggjøring av valg av hjemstat. I forslag til kommisjonsdirektiv har EU-kommisjonen foreslått at beslutning om valg av hjemstat, jf. *fjerde ledd*, skal offentliggjøres på samme måte som informasjonspliktige opplysninger. Forskriftshjemmelen kan blant annet benyttes til å gi regler til gjennomføring av slike nivå 2-regler.

Forslaget er omtalt i pkt. 14.5.

Til § 5-5 Årsrapport

Bestemmelsen gjennomfører rapporteringsdirektivet art. 4 og erstatter regler i børsforskriften kapittel 6 og 10. Utstedere med Norge som hjem-

stat skal etter bestemmelsen utarbeide og offentliggjøre «årsrapport» som angitt. Det vil bli gitt forskrift i medhold av § 5-5.

Etter *første ledd* skal utsteder avlegge årsrapport i henhold til bestemmelser fastsatt i og i medhold av vphl. Videre gjennomfører *første ledd annet* og *tredje punktum* direktivet artikkel 4 nr. 1, ved at det stilles krav om at årsrapporten skal offentliggjøres senest fire måneder etter regnskapsårets utgang og at utsteder skal sørge for at årsrapporten forblir offentlig i minst fem år.

Annet ledd inneholder de nærmere kravene til årsrapporten. Årsrapporten skal inneholde revidert årsregnskap, årsberetning og erklæring fra personer som er ansvarlig for regnskapsavleggelsen. Bestemmelsen gjennomfører direktivet artikkel 4 nr. 2. Nærmere bestemmelser om ansvarlige personer kan gis i forskrift, jf. *åttende ledd*.

I *tredje ledd* gjennomføres direktivet artikkel 4 nr. 3. Bestemmelsen omhandler både norske og utenlandske utstedere med Norge som hjemstat.

Fjerde ledd gjennomfører direktivet artikkel 4 nr. 4.

Femte ledd er en videreføring av børsforskriften § 6-5 annet ledd.

Sjette ledd gjennomfører direktivet artikkel 4 nr. 5.

Syvende ledd viderefører børsforskriften § 6-5 tredje ledd første punktum.

Departementet kan i forskrift fastsette regler om innhold, utarbeidelse og offentliggjøring av årsrapport og om ansvarlige personer som nevnt i annet ledd nr. 3, jf. *åttende ledd*.

Det vises til pkt. 15.1.

Til § 5-6 Halvårsrapport

Bestemmelsen gjennomfører rapporteringsdirektivet art. 5.

Første ledd gjennomfører direktivet artikkel 5 nr. 1.

Annet ledd, som har regler om innhold av halvårsrapport, gjennomfører artikkel 5 nr. 2. Det vises til omtale av tilsvarende spørsmål relatert til innholdet i årsrapport under pkt. 15.2.

Tredje ledd, som inneholder regler om halvårsregnskapet, gjennomfører direktivet artikkel 5 nr. 3.

Fjerde ledd fastsetter krav til halvårsberetningen. Bestemmelsen gjennomfører direktivet artikkel 5 nr. 4.

Femte ledd viderefører børsforskriften § 6-5 annet ledd.

Sjette ledd gir departementet myndighet til å fastsette nærmere regler om innhold, utarbeidelse og offentliggjøring av halvårsrapport og om ansvarlige personer som nevnt i annet ledd nr. 3.

Departementet kan i forskrift fastsette krav om ytterligere delårsrapportering, inkludert delårsregnskaper og mellomliggende ledelseserklæring som nevnt i direktiv 2004/109/EF artikkel 6 (rapporteringsdirektivet).

Det vises til omtale i pkt. 15.2.

Til § 5-7 Utstedere fra land utenfor EØS

Bestemmelsen gir departementet myndighet til å gi bestemmelser i forskrift til gjennomføring av rapporteringsdirektivet art. 23 om utstedere fra tredjeland. Det vises til omtale i kapittel 21.

Til § 5-8 Endringer i aksjekapital, rettigheter, lån og vedtekter

Bestemmelsen omhandler endringer i aksjekapitalen, rettigheter til aksjer, lån og vedtekter. § 5-8 gjennomfører rapporteringsdirektivet art. 15, 16 og 19 nr. 1 annet ledd.

Etter *første ledd* skal aksjeutsteder straks offentliggjøre endring i rettighetene til utstедers aksjer, herunder endringer i tilknyttede finansielle instrumenter utstedt av selskapet. Bestemmelsen gjennomfører direktivet artikkel 16 nr. 1.

Etter *annet ledd* skal aksjeutsteder senest ved utgangen av hver måned det finner sted en aksjekapital- eller stemmerettsendring offentliggjøre en oversikt over aksjekapitalen og antall stemmer i selskapet. Bestemmelsen gjennomfører direktivet artikkel 15.

I følge *tredje ledd* skal annen utsteder enn aksjeutsteder straks offentliggjøre endring i rettighetene knyttet til utstедers omsettelige verdipapirer, herunder endrede vilkår eller betingelser som indirekte kan påvirke innehaverens rettsstilling, især som følge av endrede lånebetingelser eller rente. Bestemmelsen gjennomfører direktivet artikkel 16 nr. 2.

Etter *fjerde ledd* skal utsteder hvis omsettelige verdipapirer er opptatt til handel på et norsk regulert marked, straks offentliggjøre utstedelsen av nye lån, herunder eventuelle garantier eller sikkerheter stilt i denne forbindelse. Bestemmelsen, som også gjelder utstedere som nevnt i § 5-4 fjerde ledd, gjennomfører direktivet artikkel 16 nr. 3. Denne bestemmelsen gjelder derimot ikke for offentlige internasjonale organer der minst en EØS-stat er medlem.

Femte ledd har regler om offentliggjøring. Opplysninger nevnt i første til fjerde ledd skal offentliggjøres etter § 5-12, se omtale nedenfor.

Etter *sjette ledd* skal utsteder som har til hensikt å endre sine vedtekter, sende forslag om endringer til Kredittilsynet og vedkommende regulerte marked. Oversendelse skal skje elektronisk og senest

finne sted samme dag som oversendelse av innkalling til generalforsamling der forslaget skal behandles. Bestemmelsen gjennomfører direktivet artikkel 19 nr. 1.

Det vises til omtale i kapittel 19.

Til § 5-9 Informasjon til aksjeeiere mv.

Bestemmelsen gjennomfører rapporteringsdirektivet art. 17. Det er i § 5-9 gitt regler om aksjeutstедers opplysningsplikt overfor aksjeeiere.

Etter *første ledd* skal aksjeutsteder sørge for at fasiliteter og opplysninger som er nødvendig for at aksjeeierne skal kunne utøve sine rettigheter, er tilgjengelig i Norge, samt at dataintegriteten ivaretas.

Aksjeutsteder skal i innkalling til generalforsamling oppgi antall aksjer og stemmerettigheter, samt gi opplysninger om rettighetene til aksjeeierne, jf. *annet ledd*.

Fullmakt til å stemme skal vedlegges innkallingen til generalforsamling, jf. *tredje ledd*.

Etter *fjerde ledd* skal departementet i forskrift kunne fastsette nærmere regler om at en aksjeutsteder skal utpeke et foretak som sin representant som aksjeeier skal kunne utøve sine finansielle rettigheter gjennom, herunder gi regler om hvilke foretak som kan benyttes som representant og hva som anses som finansielle rettigheter, jf. direktivet artikkel 17 nr. 2. Forskriftshjemmelen kan benyttes til å gjennomføre eventuelle nivå 2-regler som kommisjonen har adgang til å fastsette etter direktivet artikkel 17 nr. 4.

Aksjeutsteder skal offentliggjøre opplysninger om tildeling og utbetaling av utbytte, samt om utstedelse av nye aksjer, herunder eventuelle ordninger for tildeling, tegning, annullering og konvertering, jf. *femte ledd*.

Det er i *sjette ledd* gitt regler om elektronisk kommunikasjon med aksjeeiere. Bestemmelsene tilsvare allmennaksjeloven § 18-5.

Etter *syvende ledd* kan departementet i forskrift fastsette nærmere regler om informasjon til aksjeeier.

Det vises til omtale i pkt. 18.1.

Til § 5-10 Informasjon til långivere mv.

Bestemmelsen gjennomfører rapporteringsdirektivet art. 18, som langt på vei tilsvare art. 17. Det vises til pkt. 18.2 og omtalen av § 5-9.

Til § 5-11 Årlig oversikt over offentliggjorte opplysninger

Bestemmelsen erstatter børsforskriften § 5-2 femte ledd (gjennomføring av prospektdirektivet artikkel 10).

Gjeldende bestemmelse er ikke helt dekkende i forhold til direktivets ordlyd. Blant annet gjør plasseringen i børsforskriftens aksjedel det tvilsomt om direktivets krav også gjelder for andre verdipapirer, for eksempel obligasjoner. Bestemmelsen skal dessuten også gjelde utstedere notert på regulert marked som ikke er børs. Dagens bestemmelse angir heller ikke fullstendige innholdskrav til oversikten.

Etter *første ledd* i § 5-11 skal utsteder minst årlig utarbeide en oversikt over all informasjon utstederen på bakgrunn av rettslige forpliktelser har gjort tilgjengelig for allmennheten de siste 12 måneder. I oversikten skal det angis hvor informasjonen det er henvist til er tilgjengelig. Oversikten skal sendes prospektmyndigheten etter at årsregnskapet er offentliggjort, og offentliggjøres etter nærmere regler fastsatt i forskrift. Henvisningen til forskrift viser til Finansdepartementets forskrift 9. desember 2005 nr 1422 om opplysninger i prospekter § 1, hvor det heter at forordning (EF) nr 809/2004 gjelder som forskrift. Bestemmelser om offentliggjøring av den årlige oversikten finnes i forordningen art. 27.

§ 5-11 får ikke anvendelse på utsteder av ikke-aksjerelaterte verdipapirer med pålydende pr. enhet på minst 50.000 euro, jf. *annet ledd*.

Til § 5-12 Offentliggjøring, innsending og oppbevaring av opplysninger

Bestemmelsen gir regler om offentliggjøring, lagring og innsending av informasjonspliktige opplysninger, jf. rapporteringsdirektivet art. 21. § 5-12 erstatter børsforskriften § 23-2. Bestemmelsen innebærer at gjeldende ordning med offentliggjøring gjennom børsens informasjonssystem erstattes av en plikt for utsteder til å offentliggjøre opplysninger på en effektiv og ikke-diskriminerende måte.

Etter *første ledd* skal utsteder eller annen person som har søkt om opptak til handel uten utstедers samtykke, offentliggjøre opplysninger etter verdipapirhandelloven på en effektiv og ikke-diskriminerende måte. Offentliggjøringen skal skje uten kostnad for eierne og potensielle eiere av de omsettelige verdipapirene, og skal i rimelig grad sikre tilgang til opplysningene i EØS-området. Opplysningene skal, samtidig som de offentliggjøres, sendes elektronisk til vedkommende regulerte marked, som skal oppbevare disse på betryggende vis. Offentliggjøring kan etter avtale fortsatt skje gjennom børsens systemer.

Etter *annet ledd* skal årsrapport og delårsrapporter sendes Kredittilsynet elektronisk samtidig som offentliggjøring skjer. Departementet kan fastsette nærmere regler om slik innsendelse.

Tredje ledd viderefører reglene i denne børsforskriften § 23-2 fjerde ledd. Etter denne bestemmelsen kan opplysninger som er fortrolige eller hemmelige av hensyn til rikets sikkerhet, forholdet til fremmede stater eller landets forsvar, ikke offentliggjøres.

I *fjerde ledd* er det gitt regler som gjennomfører rapporteringsdirektivet art. 21 nr. 3. Første ledd første og annet punktum, samt annet ledd, gjelder for utsteder med Norge som hjem- og vertsstat, jf. § 5-4. For utsteder med Norge som vertsstat, gjelder nevnte bestemmelser likevel bare der opptak til handel kun finner sted på norsk regulert marked. Slike utsteder skal i tillegg til å offentliggjøre opplysningene, sende disse til vedkommende lands offisielle lagringsmekanisme.

Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om offentliggjøring og oppbevaring av opplysninger, herunder at offentliggjøring og oppbevaring skal skje på annen måte enn angitt i bestemmelsen her, jf. *femte ledd*.

Det vises til omtale i kapittel 17.

Til § 5-13 Språk

Bestemmelsen gjennomfører rapporteringsdirektivet art. 20 om språk.

Første ledd gjennomfører direktivet artikkel 20 nr. 1.

Annet ledd gjennomfører direktivet artikkel 20 nr. 2.

Tredje ledd gir Kredittilsynet en adgang til å unnta utsteder omhandlet i første og annet ledd fra kravet om å gi opplysninger på norsk. Myndigheten kan delegeres til regulert marked.

Fjerde ledd gjennomfører direktivet artikkel 20 nr. 3.

Femte ledd gjennomfører direktivet artikkel 20 nr. 4.

Sjette ledd gjennomfører direktivet artikkel 20 nr. 6.

Forslaget er omtalt i kapittel 20.

Til § 5-14 Likebehandling

Bestemmelsen gjennomfører rapporteringsdirektivet art. 17 nr. 1 og 18 nr. 1, og er en videreføring av børsforskriften § 23-8.

Til § 6-1 Tilbudsplikt ved aksjeerverv

Første ledd inneholder hovedregelen om tilbudsplikt ved aksjeerverv. Bestemmelsen bygger på gjeldende lovs § 4-1. Tilbudspliktsgrensen inntreffer ved erverv av aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene. Dette er nytt i forhold til tidligere regler hvoretter tilbudsplikt ble utløst ved

ervert som representerte mer enn 40 prosent av stemmene. Bestemmelsen bygger på tilbudspliktsdirektivet art. 5(1), jf. art. 5(3). Bestemmelsen er utvidet i forhold til tidligere regler til å gjelde for selskaper hvis aksjer er notert på norsk regulert marked (notert selskap), jf. tilbudspliktsdirektivet art. 1(1). «Regulert marked» er definert i § 2-3 tredje ledd. Det vises til nærmere omtale av tilbudspliktsbestemmelsen i proposisjonen punkt 26.1.

Annet ledd utvider ervervsbegrepet til å omfatte visse former for indirekte ervert. *Annet ledd nr. 1 og 2* er i hovedsak en videreføring av tidligere regler i gjeldende lovs § 4-1 annet ledd, med tillegg av at ervert av andeler i kommandittselskaper omfattes. *Nr. 3* er ny og presiserer at bestemmelsen om indirekte ervert også omfatter ervert av tilsvarende andel i utenlandsk selskap som svarer til de norske selskapsformene som nevnt i nr. 1 og 2. Videre omfatter nr. 3 også ervert av andeler i andre utenlandske foretak som vil anses som ervert etter første ledd, dersom tilbudsmyndigheten bestemmer dette. Det vises til tilbudspliktsdirektivet art. 5 (1). Bestemmelsen om indirekte ervert er nærmere omtalt i proposisjonen punkt 25.3.1. Når det gjelder tilbudsmyndigheten, vises til § 6-4 og omtale i proposisjonen kapittel 31.

Tredje ledd presiserer at det gjennom henvisning til § 6-5 skal skje konsolidering ved indirekte ervert som nevnt i § 6-1 annet ledd nr. 1 og 3. Nytt er henvisningen til nr. 3, jf. spesialmerknad til annet ledd. For øvrig er bestemmelsen en videreføring av gjeldende lovs § 4-1 tredje ledd. Det vises til omtale i proposisjonen punkt 25.3.2.

Fjerde ledd er ny i forhold til gjeldende rett. Etter gjeldende rett likestilles ervert av aksjer med ervert av rett til å bli eier av aksjer, dersom ervert av rett til å bli eier må likestilles med reelt ervert av aksjene, jf. gjeldende vphl. § 4-1 fjerde ledd. Etter departementets vurdering er det grunn til å erstatte denne bestemmelsen med en generell hjemmel til å gi regler om at tilbudsplikt skal utløses ved ervert av rettigheter til og/eller andre interesser i aksjer. Etter omstendighetene kan det ervertes kontroll i et målselskap, eventuelt forhindres at en tredjepart ervert kontroll, uten at det ervertes aksjer eller rett til aksjer som må likestilles med reelt ervert. Dette kan gjøres ved bruk av ulike finansielle instrumenter, som for eksempel forkjøpsretter, bytteavtaler, terminer, salgsopsjoner mv. Det kan reises spørsmål ved om – og i tilfelle under hvilke omstendigheter – slike avtaler bør kunne utløse tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven. Bruken av slike avtaler synes å ha økt i den senere tid. Etter omstendighetene vil ervert

av slike rettigheter og/eller interesser også omfattes av de generelle konsolideringsbestemmelsene, men etter departementets vurdering kan det være hensiktsmessig å gi mer presise regler om dette i forskrift. Dette vil gi økt forutsigbarhet for aktørene i verdipapirmarkedet, samtidig som det legges til rette for en dynamisk rettsutvikling på et område hvor markedsutviklingen skjer raskt og det stadig utvikles nye instrumenter og handelsformer. Videre er det ikke uvanlig med slike regler i andre finansmarkeder det er naturlig å sammenligne seg med, herunder det engelske. Departementet foreslår derfor at det gis en lovhjemmel til å gi en forskrift som nærmere presiserer når slike rettigheter til /eller interesser i aksjer skal kunne utløse tilbudsplikt. I tillegg til å pålegge tilbudsplikt i nærmere angitte situasjoner, gir hjemmelen kompetanse til å fastsette nærmere regler om slik tilbudsplikt. Et av mange spørsmål som må vurderes i forbindelse med en eventuell forskrift, er om aksjer og rettigheter til aksjer skal aggregeres, herunder om nærstående beholdning skal regnes med. Videre kan forskriften angi hva som skal regnes som rettigheter til og/eller interesse i aksjer. Begrepet rettigheter til aksjer må forstås vidt, og omfatter for eksempel derivater med finansielt oppgjør der målselskapets aksjers ervertes som sikring av en tredjepart, og rett til å tre inn i en aksjesalgsavtale, eventuelt rett til å utpeke en tredjepart som ervert. Inntil eventuell ny forskrift er på plass, tas det sikte på å videreføre gjeldende bestemmelse i vphl. § 4-1 fjerde ledd og beslutte utsatt ikrafttredelse av § 6-1 fjerde ledd, jf. lovforslaget § 18-1. Departementet tar sikte på å gjennomføre en alminnelig høring av eventuelle forslag til forskrift med hjemmel i denne bestemmelsen.

Femte ledd viderefører bestemmelsen i gjeldende vphl. § 4-1 femte ledd om at bestemmelsen også gjelder når erverten tidligere har fremsatt frivillig tilbud. Dette gjelder visse unntak fra dette. Det vises til tilbudspliktsdirektivet art. 5(2) jf. 5 (1). Videre vises det til utvalgets omtale i NOU 2005: 17 punkt 16.1 side 75 annen spalte.

Sjette ledd viderefører i hovedsak gjeldende lovs § 4-2 annet ledd ved å fastsette at første ledd gjelder tilsvarende ved ervert fra noen vedkommende er identifisert med etter § 6-5 når erverten alene eller sammen med en eller flere av de nærstående passerer tilbudspliktgrensen som følge av ervertet. Bestemmelsen må ses i sammenheng med § 6-2 tredje ledd hvoretter tilbudsmyndigheten i særlige tilfeller kan gjøre unntak fra tilbudsplikten ved ervert fra noen vedkommende er identifisert med etter § 6-5, jf. § 6-1 sjette ledd. Det vises til omtale i proposisjonen punkt 25.3.2.

Til § 6-2 Unntak for visse typer erverv

Første ledd gjør unntak fra tilbudsplikt der tilbudspliktsgrensen overskrides ved erverv i form av arv eller gave, vederlag ved skifte eller vederlag ved fisjon eller fusjon av aksjeselskap eller allmennaksjeselskap. Bestemmelsen viderefører i hovedsak gjeldende lovs § 4-2 første ledd. Henvisningen til § 6-6 om gjentatt tilbudsplikt og etterfølgende erverv er inntatt for å presisere at unntakene også gjelder i disse situasjonene.

I *annet ledd* videreføres vphl. § 4-2 tredje ledd med den endring at kompetansen er tillagt tilbudsmyndigheten. Når det gjelder tilbudsmyndigheten, vises til § 6-4 og omtale i proposisjonen kapittel 31.

I *tredje ledd* gis tilbudsmyndigheten myndighet til å gjøre unntak fra tilbudsplikten etter § 6-1 sjette ledd. Bestemmelsen er i det vesentligste en videreføring av gjeldende lovs § 4-2 annet ledd, med en omredigering slik at pliktregelen er flyttet til § 6-1 sjette ledd. Det vises til proposisjonen punkt 25.3.2 samt spesialmerknader til § 6-1 sjette ledd, og til utvalgets omtale i NOU 2005: 17 punkt 5.4 og 16.1 side 75 annen spalte.

Til § 6-3 Unntak for visse typer institusjoner

I forhold til tidligere regler klargjøres ved en henvisning til § 6-6 at finansinstitusjoners etterfølgende erverv ikke utløser tilbudsplikt dersom ervervet oppfyller kravet i § 6-3. Kompetansen som tidligere lå hos «børsen» legges til «tilbudsmyndigheten». Bestemmelsen er omtalt i proposisjonen punkt 25.3.1. Når det gjelder tilbudsmyndigheten, vises til § 6-4 og omtale i proposisjonen kapittel 31. Bestemmelsen viderefører gjeldende lovs § 4-3 første ledd. Annet ledd i vphl. § 4-3 videreføres ikke da Statens Bankinvesteringsfond er lagt ned.

Til § 6-4 Tilbudsmyndigheten

Første ledd første punktum definerer «tilbudsmyndighet». Det vises til tilbudspliktsdirektivet art. 4(1). Etter *annet punktum* kan departementet bestemme at hele eller deler av tilbudsmyndighetens kompetanse, skal utøves av Kredittilsynet. Bestemmelsen er omtalt i proposisjonen punkt 31.1.

Annet ledd pålegger tilbudsmyndigheten å samarbeide og utveksle informasjon med tilsvarende utenlandske myndigheter i spørsmål som omfatter verdipapirhandellovens regler om overtakelsestilbud. Det vises til tilbudspliktsdirektivet art. 4(4). Bestemmelsen er omtalt i proposisjonen punkt 31.1.

Til § 6-5 Konsolidering

Første ledd første punktum er en videreføring av gjeldende lovs § 4-5 første ledd første punktum. *Annet punktum* er nytt og presiserer at tilbudsplikt inntreer uavhengig av om ervervet foretas av aksjeeieren selv eller av aksjeeierens nærstående som nevnt i § 2-5. *Tredje punktum* presiserer at tilbud som tidligere er fremsatt av nærstående som nevnt i § 2-5, regnes like med en erververs tidligere fremsatte tilbud ved vurderingen av om det inntreer gjentatt tilbudsplikt, jf. § 6-6 første ledd. Det vises til tilbudspliktsdirektivet art. 5(1), jf. art. 2(1). Bestemmelsen er omtalt i proposisjonen punkt 25.3.2.

I *annet ledd* foreslås «børs» endret til «tilbudsmyndigheten». Når det gjelder tilbudsmyndigheten, vises til § 6-4 og omtale i proposisjonen kapittel 31.

Til § 6-6 Gjentatt tilbudsplikt og etterfølgende erverv

Første ledd pålegger aksjeeier som eier aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et notert selskap gjentatt tilbudsplikt dersom aksjeeieren ved erverv blir eier av aksjer som representerer 40 prosent eller mer av stemmene i selskapet. Tilsvarende gjelder dersom aksjeeieren gjennom erverv blir eier av 50 prosent eller mer av stemmene i selskapet. Det vises til omtale i proposisjonen punkt 26.2 og 26.5. For å presisere at det ikke skal fremmes et nytt tilbud i de tilfeller aksjeeier i sitt første pliktige tilbud oppnår en aksept som overstiger en eller flere av de angitte tilbudspliktsgrenser, har departementet føyd til et nytt siste punktum i første ledd, som presiserer at erverv som skjer i tilknytning til fremsettelse av pliktig tilbud ikke omfattes.

Bestemmelsen reiser et særskilt behov for overgangsregler, jf. nærmere omtale i spesialmerknad til § 18-2. Tilsvarende gjelder annet ledd om etterfølgende erverv.

Tredje ledd presiserer at tilbudsplikten bortfaller dersom det foretas salg av aksjer i samsvar med § 6-8, jf. § 6-9.

Til § 6-7 Samtykke til aksjeerverv

Bestemmelsen viderefører gjeldende lovs § 4-7.

Til § 6-8 Melding til tilbudsmyndigheten

Første ledd inneholder regler om når melding skal gis til tilbudsmyndigheten og selskapet, innholdet i meldingen og en plikt for tilbudsmyndigheten til å offentliggjøre meldingen. Det vises til omtale i proposisjonen punkt 28.1.

Etter *annet ledd* skal den tilbudspliktige og selskapet umiddelbart etter at meldingen er offentlig-

gjort informere sine ansatte. Bestemmelsen er ny. Det vises til omtale i proposisjonen punkt 28.1.

Tredje til femte ledd er en videreføring av gjeldende lovs § 4-8 andre til fjerde ledd.

Til § 6-9 Salg av aksjer

Første ledd viderefører gjeldende lovs § 4-9 første ledd.

Annet ledd viderefører i stor grad gjeldende lovs § 4-9 annet ledd. Som følge av nye regler i § 6-6, vil salgsplikt også gjelde ved gjentatt tilbudsplikt, men salget kan da begrenses til de aksjer som er ervervet ved det etterfølgende ervervet.

Til § 6-10 Tilbudet

Tredje ledd viderefører bestemmelsen i gjeldende vphl. § 4-10 tredje ledd om at tilbud ikke kan gjøres betinget. Det vises til drøftelse i proposisjonen punkt 26.3 av om det skal åpnes for at tilbud kan gjøres betinget. Endringen i *syvende ledd første punktum* er av redaksjonell art. For øvrig er bestemmelsen en videreføring av gjeldende lovs § 4-10.

Til § 6-11 Tilbudsperioden

Bestemmelsen omhandler tilbudsperioden. I *annet ledd* gis departementet kompetanse til å i forskrift gjøre unntak fra hovedregelen i første ledd. Det vises til tilbudspliktsdirektivet art. 7(1) og art. 3(1) bokstav f). Videre vises til omtale i NOU 2005: 17 punkt 9.4 og i proposisjonen punkt 28.3.

Til § 6-12 Nytt tilbud

Bestemmelsen viderefører gjeldende lovs § 4-12.

Til § 6-13 Krav til tilbudsdokument

Bestemmelsen inneholder krav til tilbudsdokumentet. Bestemmelsen bygger på gjeldende lovs § 4-13 med endringer som følge av tilbudspliktsdirektivet art. 6. Det vises til omtale i proposisjonen punkt 28.2.

Til § 6-14 Godkjennelse og offentliggjøring av tilbudet

Bestemmelsen omhandler godkjennelse og offentliggjøring av tilbudet og bygger på gjeldende lovs § 4-14. I *første ledd* er «børsen» erstattet av «tilbudsmyndigheten». *Annet ledd* er endret redaksjonelt slik at plikten til at å gjøre tilbudet kjent for ansatte er flyttet til tredje ledd. Etter *tredje ledd* skal både den tilbudspliktige og selskapet gjøre tilbudet kjent for sine ansatte. Det vises til tilbudspliktsdirektivet art. 6(2). Det vises til omtale i proposisjonen punkt 28.1.

Fjerde ledd innfører «single passport» for tilbudsdokument som på forhånd er blitt godkjent av tilsynsmyndigheten i enhver annen medlemsstat, jf. direktivet art. 6(2). Det vises til omtale i proposisjonen punkt 28.2. Tilbudsdokument som er godkjent av kontrollmyndigheten i en annen EØS-stat, skal anses godkjent fra det tidspunkt det foreligger melding fra EØS-staten om at tilbudsdokumentet er utarbeidet i samsvar med nasjonale regler som gjennomfører direktiv 2004/25/EF, og godkjent av kontrollmyndigheten i vedkommende EØS-stat. Tilbudsmyndigheten kan likevel stille krav om at tilbudsdokumentet oversettes.

Til § 6-15 Gebyr

Henvisningen til «børsen» er erstattet med «tilbudsmyndigheten». Bestemmelsen er for øvrig en videreføring av gjeldende lovs § 4-15.

Til § 6-16 Selskapets uttalelse om tilbudet

Bestemmelsen erstatter gjeldende vphl. § 4-16. Forpliktelsene i *første ledd* er mer konkretisert enn i gjeldende vphl. § 4-16 som følge av tilbudspliktsdirektivet art. 9. Det vises til omtale i proposisjonen punkt 29.2.

I *tredje* og *fjerde* ledd er henvisningen til «børsen» er erstattet med «tilbudsmyndigheten».

Til § 6-17 Begrensning i selskapets handlefrihet

Bestemmelsen gjelder også ved andre frivillige tilbud, jf. § 6-19. Det vises til tilbudspliktsdirektivet art. 9 og 11, jf. art. 12. Bestemmelsen er omtalt i proposisjonen punkt 29.1. *Tredje ledd* bygger på tilbudspliktsdirektivet art. 9(2) og (3), jf. art. 12(2). *Fjerde ledd* bygger på tilbudspliktsdirektivet art. 11, jf. art. 12(2), samt art. 11(5). *Femte ledd* angir meldeplikt, jf. tredje og fjerde ledd. Det vises til omtale i proposisjonen kapittel 29.

Til § 6-18 Offentliggjøring av resultat av fremsatt tilbud

Bestemmelsen er ny og bygger på tilbudspliktsdirektivet art. 13 bokstav d). Det vises til omtale i proposisjonen punkt 28.4.

Til § 6-19 Frivillige tilbud

Bestemmelsen angir tilbudspliktsreglenes anvendelse ved frivillige tilbud som ikke følger reglene om pliktige tilbud, jf. § 6-1 femte ledd. Det vises til tilbudspliktsdirektivet art. 1(1), jf. enkelte unntak for frivillige tilbud i art. 5. Frivillige tilbud er nærmere omtalt i proposisjonen kapittel 27.

Fjerde ledd bygger på direktivet art. 6(2). Det vises til omtale i proposisjonen punkt 28.1.

Når det gjelder *femte ledd*, vises til direktivet art. 7 og omtale til § 6-11.

Til § 6-20 Utøvelse av aksjeeierrettigheter ved forsømmelse av tilbudsplikt

Bestemmelsen gjelder utøvelse av aksjeeierrettigheter ved forsømmelse av tilbudsplikt. Henvisningen til § 6-2 tredje ledd er endret til § 6-2 annet ledd, jf. merknad til § 6-2. Bestemmelsen viderefører for øvrig gjeldende lovs § 4-19.

Til § 6-21 Tvangssalg av aksjer

Bestemmelsen omhandler tvangssalg av aksjer og viderefører i hovedsak gjeldende lovs § 4-20. Uttrykket «børsen» er erstattet med «tilbudsmyndigheten» i *første* og *annet ledd*. Henvisningen til § 4-2 tredje ledd er endret til § 6-2 annet ledd, jf. merknad til § 6-2 annet ledd.

Til § 6-22 Tvungen overføring av aksjer i forbindelse med tilbudsplikt og frivillig tilbud

Bestemmelsen regulerer tvungen overføring av aksjer i forbindelse med tilbudsplikt og frivillig tilbud. § 6-22 supplerer de alminnelige regler om tvangsinnløsning og innløsningsrett som gjelder for allmennaksjeselskaper som ikke er notert på regulert marked, jf. asal. § 4-25. Tilbudspliktsdirektivets regler om tvangsinnløsning og innløsningsrett fremgår av hhv. art. 15 og art. 16. Bestemmelsen er nærmere omtalt i proposisjonen kapittel 30.

Til § 6-23 Overtakelsestilbud med tilknytning til flere stater

Bestemmelsen inneholder regler om tilbudsmyndighet, lovvalg og anvendelsesområde vedrørende kapittel 6 i de tilfeller hvor målselskapet har tilknytning til flere stater ved at selskapet har forretningskontor og noteringssted i ulike stater. Det vises til tilbudspliktsdirektivet art. 4. Bestemmelsen bygger på og utvider gjeldende lovs § 4-4. Det vises til nærmere omtale i punkt 31.1.

Til § 7-1 Definisjoner

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven § 5-1. Henvisningen i nr. 1 er endret i tråd med forslaget til ny verdipapirhandellov.

Til § 7-2 Prospektplikt ved tilbud om tegning eller kjøp

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven § 5-2.

Til § 7-3 Prospektplikt ved opptak til notering

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven § 5-3.

Til § 7-4 Unntak fra prospektplikt ved tilbud

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven § 5-4.

Til § 7-5 Unntak fra prospektplikt ved opptak til notering

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven § 5-5.

Til § 7-6 Dispensasjon

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven § 5-6.

Til § 7-7 Godkjenning av EØS-prospekt

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven § 5-7. Henvisning til børs og autorisert markeds plass er endret til regulert marked.

Til § 7-8 Kontroll av prospekt mv.

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven § 5-8. Henvisningen til børs er endret til regulert marked.

Til § 7-9 Gjensidig anerkjennelse av EØS-prospekt

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven § 5-9.

Til § 7-10 Registrering av prospekt

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven § 5-10.

Til § 7-11 Gebyr

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven § 5-11.

Til § 7-12 Gyldighet

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven § 5-12, men henvisningen til børsforskriften er endret. Det er lagt til grunn at denne forskriften ikke videreføres i sin helhet, og det vises derfor til «nærmere regler» som fastsettes i medhold av ny børslov.

Til § 7-13 Opplysninger i prospekt

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven § 5-13.

Til § 7-14 Utforming av prospekt

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven § 5-14.

Til § 7-15 Tillegg til prospekt

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven § 5-15.

Til § 7-16 Utelatelse av visse opplysninger

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven § 5-16

Til § 7-17 Språk

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven § 5-17.

Til § 7-18 Ansvar

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven § 5-18.

Til § 7-19 Offentliggjøring av prospekt mv.

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven § 5-19.

Til § 7-20 Annonser mv.

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven § 5-20.

Til § 7-21 Tilbakekall av aksept

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven § 5-21.

Til § 8-1

Bestemmelsen bygger på gjeldende § 2a-1, men med enkelte endringer. Det foreslås bl.a. at reglene ikke skal omfatte ansatte ved norske filialer av foretak med hovedsete i annen EØS-stat. Videre foreslås å oppheve de lovbestemte vilkår for når det kan gjøres unntak fra reglenes anvendelse for ansatte i filial av norsk foretak, slik at vilkårene om at dette bare kan gjøres «på grunn av konkurransemessige hensyn» og dersom «de ansatte er omfattet av eventuelle tilsvarende regler i vertsstaten» oppheves. Det foreslås også at egenhandelsreglene vil gjelde for verdipapirforetaks tilknyttede agenter, jf. nærmere omtale av slike agenter nedenfor under § 10-16. Endringene for øvrig er nærmere omtalt i punkt 7.12.2. Departementet foreslår for øvrig at angivelsen av reglenes virkeområde endres, slik at henvisningen til Statens Bankinvesteringsfond går ut (Statens Bankinvesteringsfond eksisterer ikke lenger).

Til § 8-2

Bestemmelsen bygger på gjeldende § 2a-2, men med enkelte endringer. For det første foreslås at departementet i forskrift eller ved enkeltvedtak skal kunne gjøre unntak fra *første* og *annet ledd*,

herunder hvilke typer finansielle instrumenter ansatte kan erverve, hvor lenge de ervervede instrumentene må eies før de kan avhendes og fastsette vilkår for at minste eiertid kan fravikes, jf. *tredje ledd*. Samtidig oppheves gjeldende tredje ledd om ansattes «vikeplikt», jf. nærmere omtale i punkt 7.12.2.

Til § 8-3 til § 8-7

Bestemmelsene bygger på gjeldende § 2a-3 til § 2a-7. Henvisningen til Statens Bankinvesteringsfond i gjeldende § 2a-4 er tatt ut siden fondet ikke lenger eksisterer.

Til § 9-1 Tillatelse til å yte investeringstjenester og tilknyttede tjenester

Bestemmelsen gjennomfører MiFID artikkel 5 (første ledd) og artikkel 7 nr. 1 (annet ledd). Bestemmelsen viderefører i hovedsak verdipapirhandelloven § 7-1. Bestemmelsen er nærmere omtalt ovenfor under punkt 6.1.5.

Første ledd første punktum har krav om tillatelse for yting av investeringstjenester på forretningsmessig basis. Hvilke tjenester som utløser slik konsesjonsplikt følger av § 2-1 første ledd som angir hva som regnes som investeringstjenester, jf. nærmere omtale av denne bestemmelsen ovenfor. Som nevnt er det bare yting av slike tjenester på «forretningsmessig basis» som utløser konsesjonsplikt. Det følger av bestemmelsen at det er departementet som er konsesjonsmyndighet. Av *annet punktum* følger det at tillatelsen skal angi hvilke investeringstjenester og tilknyttede tjenester (jf. § 2-1 annet ledd) verdipapirforetaket kan yte. Det er lagt til grunn at tillatelsen kan begrenses til å gjelde deler av en konsesjonsklasse, for eksempel i tilknytning til virksomhet med varederivater, jf. nærmere omtale ovenfor under pkt. 6.1.5. Dersom verdipapirforetaket vil tilby tilknyttede tjenester utover det som fremgår av tillatelsen, kreves det etter *tredje punktum* at foretaket søker Kredittilsynet om godkjenning.

Av *annet ledd* følger det at tillatelse bare skal gis der departementet (konsesjonsmyndigheten) anser vilkårene for å yte investeringstjenester for oppfylt. Konsesjonsvilkårene følger av §§ 9-8 til 9-21 og omhandler blant annet krav til organisasjonsform, kapitalkrav, krav til ledelse, aksjeeierstruktur osv. Det vises til den nærmere omtalen av de nevnte bestemmelsene. Det er også et vilkår for at tillatelse skal gis, at organiseringen av foretaket er av en slik art at det kan gjennomføres et betryggende og effektivt tilsyn med foretaket.

Til § 9-2 Unntak fra krav om tillatelse mv.

Bestemmelsen gjennomfører MiFID artikkel 2, og er nærmere omtalt ovenfor under punkt 5.5. Bestemmelsen tilsvare i hovedsak utvalgets utkast til § 9-2, men det er gjort enkelte lovtekniske endringer. I tillegg er unntaket utvidet til også å gjelde de øvrige kravene i kapittel 9 og 10. Bestemmelsen unntar nærmere angitt virksomhet fra kravet om tillatelse etter § 9-1 og de øvrige kravene som følger av kapittel 9 og kapittel 10 (krav til organisering og operasjonelle krav).

Første ledd fastsetter at kravet om tillatelse og de øvrige reglene i kapittel 9 og kapittel 10 ikke gjelder for den virksomhet som drives av Norges Bank, offentlige myndigheter som forvalter offentlig gjeld, forvaltningsselskaper for verdipapirfond, forsikringsselskaper, pensjonskasser, depotmottakere for verdipapirfond og pensjonskasser, opsjonssentral, oppgjørssentral og regulert marked. Bestemmelsen innebærer i hovedsak en videreføring av gjeldende verdipapirhandellov § 7-1 annet ledd.

Annet ledd viderefører gjeldende verdipapirhandellov § 7-1 tredje ledd, men bestemmelsen inneholder også enkelte unntak som er nye i forhold til gjeldende rett. De forskjellige unntakene er nærmere omtalt under pkt. 5.5.

Det kan reises spørsmål ved om de ulike formene for virksomhet er alternative (dvs. at for å omfattes av unntaket kan man bare drive én av de formene for virksomhet som angis i nr. 1 til 9). I MiFID artikkel 2 brukes «exclusively» der virksomheten avskjærer adgang til å drive andre former for virksomhet som omfattes av artikkel 2. Det vises til artikkel 2 nr. 1 bokstav b), e), f) og l). Dette er gjennomført i § 9-2 annet ledd ved bruk av ordet «bare» i nr. 2, 3, 4, og 5, og ved bruk av ordet «ute-lukkende» i nr. 8.

Tredje ledd åpner for at departementet kan gi utfyllende forskrifter om unntakene i bestemmelsen.

Til § 9-3 Søknad om tillatelse

Bestemmelsen gjennomfører MiFID artikkel 7 nr. 2 (første og annet ledd) og artikkel 60 nr. 1 (tredje ledd). Bestemmelsen viderefører i hovedsak verdipapirhandelloven § 7-3. Det vises til nærmere omtale ovenfor under punkt 6.2 og 12.10.5.

Første og annet ledd inneholder krav om hva søknaden skal inneholde og hvilke vedlegg som skal følge søknaden. Kravene tilsvare gjeldende verdipapirhandellov § 7-3 første og annet ledd

Tredje ledd er en videreføring av gjeldende verdipapirhandellov § 7-3 tredje ledd, med den endring

at «eller en kredittinstitusjon» er tilføyd både i *nr. 1* og *nr. 2*. Bakgrunnen for dette er at det i MiFID art. 60 nr. 1 er krav om at det skal finne sted en innbyrdes konsultasjon mellom kompetente myndigheter i medlemsstatene før det gis tillatelse til et investeringsforetak som har en nærmere angitt tilknytning til et verdipapirforetak eller en kredittinstitusjon i en annen medlemsstat. I gjeldende vphl. § 7-3 tredje ledd er det ikke oppstilt krav om konsultasjon mellom kompetente myndigheter i medlemsstatene dersom det dreier seg om en nærmere angitt tilknytning til kredittinstitusjoner i andre EØS-stater, i motsetning til ved tilknytning til verdipapirforetak. For å sikre at norsk rett er i samsvar med direktivet på dette punkt, foreslår departementet å tilføye «eller en kredittinstitusjon» i ny vphl. § 9-3 tredje ledd nr. 1 og 2, slik at bestemmelsen blir i samsvar med MiFID art. 60 nr. 1. Det vises til nærmere omtale av endringen i tredje ledd ovenfor under punkt 12.10.5.

Til § 9-4 Endring eller tilbakekall av tillatelse

Bestemmelsen gjennomfører MiFID artikkel 8. Bestemmelsen viderefører tilsvarende bestemmelse i verdipapirhandelloven § 12-5. Bestemmelsens *første ledd* presiserer at en tillatelse kan endres, og at det kan settes nye vilkår, i tillegg til tilbakekall. I forhold til utvalgets utkast er det gjort en mindre endring ved at det er tatt inn et nytt *annet ledd*, som presiserer at tilbakekallsadgangen gjelder tilsvarende for tillatelser gitt i medhold av § 9-5 (regulerte markeders adgang til å drive multilateral handelsfasilitet) og 9-6 (tillatelse til å yte kreditt). Paragrafoverskriften er også endret.

Av tredje ledd følger det at vertsstatens myndigheter skal underrettes dersom tillatelsen til et foretak som driver virksomhet i en annen EØS-stat kalles tilbake.

Til § 9-5 Regulerte markeders adgang til å drive multilateral handelsfasilitet

Bestemmelsen gjennomfører MiFID artikkel 5 nr. 2. Bestemmelsen er nærmere omtalt ovenfor under punkt 6.1.5.

Foretak som har tillatelse som regulert marked, jf. ny børslov § 4, kan få tillatelse til å drive multilateral handelsfasilitet. Det er en forutsetning at foretaket oppfyller kravene til tillatelse (§ 9-1), ledelse (§ 9-9), aksjeeierstruktur (§ 9-10), organisering (§ 9-11), startkapital (§ 9-13) og kravene til multilateral handelsfasilitet i § 11-1.

Drift av multilateral handelsfasilitet er en investeringstjeneste, jf. § 2-1 første ledd nr. 7, og verdipapirforetak som vil drive multilateral handelsfasilitet må ha tillatelse etter § 9-1.

Til § 9-6 Tillatelse til å yte kreditt

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven § 8-2, med unntak av kravet om tilbakebetaling innen 30 dager. Bestemmelsen er omtalt ovenfor under punkt. 7.12.5.

Til § 9-7 Offentlig register over foretak med adgang til å yte investeringstjenester

Bestemmelsen gjennomfører MiFID artikkel 5 nr. 3. Bestemmelsen er omtalt under punkt 6.1.5.

Bestemmelsen fastsetter at Kredittilsynet skal påse at det føres et offentlig register over foretak med adgang til å yte investeringstjenester i Norge. Dette vil også gjelde foretak som med tillatelse fra et annet EØS-land har adgang til å drive virksomhet i Norge i form av filial eller ved grensekryssende virksomhet (jf. § 9-24) og utenlandske foretak hjemmehørende utenfor EØS som har tillatelse til å drive filial i Norge (jf. § 9-25). Et slikt register skal også inneholde opplysninger om hvilke investeringstjenester og tilknyttede tjenester disse foretakene kan yte.

Til § 9-8 Organisasjonsform

Bestemmelsens *første ledd* krever at verdipapirforetak må organiseres som kredittinstitusjon, allmennaksjeselskap eller aksjeselskap. Bestemmelsen er nærmere omtalt ovenfor under punkt 6.1.5.

Bestemmelsen innebærer en utvidelse i forhold til verdipapirhandelloven § 7-2 første og tredje ledd, ved at aksjeselskaper også kan gis tillatelse til å yte investeringstjenester.

Annet ledd inneholder enkelte særregler for de tilfeller at verdipapirforetaket er organisert som aksjeselskap eller allmennaksjeselskap. Disse særreglene innebærer at selskapet skal ha hovedkontor i Norge, og at tillatelse kan nektes dersom medlem av styret ikke oppfyller nødvendige krav til hederlig vandel og erfaring, og dersom aksjeeier med betydelig eierandel (jf. § 2-4 femte ledd) ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket.

Tredje ledd åpner for at departementet kan gjøre unntak fra kravet om at tillatelse bare kan gis til kredittinstitusjon, allmennaksjeselskap eller aksjeselskap. Å tillate at investeringstjenestevirksomhet kan drives i andre foretaksformer i unntakstilfeller vil kunne være hensiktsmessig for eksempel innenfor kraftsektoren, jf. at definisjonen av finansielle instrumenter utvides til også å omfatte varederivater.

Til § 9-9 Verdipapirforetaks ledelse

Bestemmelsen gjennomfører MiFID artikkel 9. Bestemmelsen er nærmere omtalt ovenfor under punkt 6.4.5. Bestemmelsen har til formål å sikre at

verdipapirforetakets ledelse er egnet, noe som igjen vil bidra til å sikre den alminnelige tillit til verdipapirmarkedet og dets aktører.

Første ledd fastsetter at verdipapirforetakets styremedlemmer, daglig leder og andre som deltar i ledelsen av foretaket, skal ha relevante kvalifikasjoner og yrkeserfaring. Kravet til kvalifikasjoner og yrkeserfaring må tilpasses den virksomhet som drives av verdipapirforetaket, jf. kravet om at erfaringen og kvalifikasjonen skal være «relevant». Det vises også til at etter forslaget vil nye former for virksomhet (for eksempel investeringsrådgivning knyttet til varederivater) omfattes av loven. I tillegg skal disse personene ha ført en hederlig vandel og for øvrig ikke ha utvist utilbørlig atferd som gir grunn til å anta at stillingen eller vervet ikke vil kunne ivaretas på en forsvarlig måte.

Annet ledd oppstiller et krav om at ledelsen av et verdipapirforetak skal forestås av minst to personer. Dette kravet kan Kredittilsynet gjøre unntak fra. Slikt unntak kan skje ved enkeltvedtak eller forskrift.

Verdipapirforetaket pålegges etter *tredje ledd* en plikt til å opplyse Kredittilsynet om skifte av ledere som omfattes av første ledd, og å gi opplysninger som er relevante for å vurdere om slike personer er egnet i samsvar med første ledd. De verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjon har slik opplysningsplikt overfor Kredittilsynet også ved endringer i sammensetningen av selskapets styre.

Fjerde ledd gir hjemmel til å fastsette nærmere regler om krav til personer som leder verdipapirforetak.

Til § 9-10 Aksjeeierstruktur

Bestemmelsen gjennomfører MiFID artikkel 10 og er nærmere omtalt ovenfor under punkt 6.5.5.

Første ledd krever at eier av betydelig eierandel i verdipapirforetaket skal være egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket. Betydelig eierandel er definert i § 2-4 femte ledd. I hvilken grad indirekte eierandeler (og indirekte erverv, jf. annet ledd) omfattes av «betydelig eierandel» er nærmere omtalt i pkt. 6.5.5.

Annet ledd krever videre at erverv av betydelig eierandel skal meldes på forhånd til Kredittilsynet. Det er erververen som skal sende slik melding, og ervervet kan bare gjennomføres når slik melding er sendt.

Tredje ledd krever tilsvarende at melding skal sendes ved økning av eierandel i verdipapirforetaket, når slik økning fører til at andelen av enten aksjekapitalen eller stemmene når opp til eller overstiger 20, 33 eller 50 prosent.

Fjerde ledd fastsetter at Kredittilsynet skal nekte erverv i henhold til annet og tredje ledd dersom aksjeeieren ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av verdipapirforetaket. Fristen for å nekte er tre måneder fra meldingen er mottatt.

Femte ledd regulerer erverv av betydelig eierandel når erververen er verdipapirforetak, kredittinstitusjon, forsikringsselskap eller forvaltningsselskap for verdipapirfond fra et annet EØS-land, og verdipapirforetaket gjennom ervervet blir erververens datterselskap. I slike tilfeller kan Kredittilsynet bare tillate erverv etter samråd med tilsynsmyndighetene i vedkommende EØS-land. Tilsvarende gjelder bestemmelsen for erverv foretatt av person som kontrollerer slike foretak som nevnt. Fristen på tre måneder gjelder ikke, og bestemmelsen gjelder bare ved erverv av betydelig eierandel i verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjon.

Sjette ledd gir Kredittilsynet hjemmel til å fastsette frister for gjennomføring av erverv som omfattes av annet og tredje ledd (erverv av betydelig eierandel og økning av eierandel til de angitte «terskelverdiene»).

Tilsvarende som ved erverv opp til «terskelverdiene» 20, 33 og 50 prosent, gjelder det et krav om melding ved avhendelse som fører til at eierandelen passerer disse grensene. Dette følger av *syvende ledd*. Meldingen skal gis til Kredittilsynet.

Åttende ledd fastsetter at Kredittilsynet kan gi nærmere regler om plikten til å gi melding om foretakets aksjeeiere.

Til § 9-11 Organisering av virksomheten

Bestemmelsen gjennomfører MiFID artikkel 13, og er nærmere omtalt ovenfor under punkt 6.8.5.

Første ledd pålegger verdipapirforetak å innrette virksomheten på en slik måte at de oppfyller de nærmere angitte kravene i *nr. 1* til *9*. Det vises her særlig til kravet i *nr. 2* om at foretaket må være oppbygd og organisert på en slik måte at risikoen for interessekonflikter mellom foretaket og kundene og kundene imellom begrenses til et minimum. Bestemmelsen henviser til § 10-10 hvor det er ytterligere regler om verdipapirforetakets håndtering av interessekonflikter. Når det gjelder kravet i *nr. 7* om at verdipapirforetaket skal sørge for at det blir ført lister over alle investeringstjenester og utførte transaksjoner, vises det til gjennomføringsdirektivet artikkel 51 nr. 1 første ledd som fastsetter at slike lister skal oppbevares i minst fem år. Det er foreslått at dette kravet tas inn i lovteksten, jf. *nr. 7 annet punktum*. Det følger videre av gjennomføringsforordningen artikkel 51 nr. 1 tredje ledd, at den kompetente myndigheten kan fastsette at listene skal oppbeva-

res i et lengre tidsrom, dersom enkelte nærmere angitte vilkår er oppfylt (det må for eksempel dreie seg om «exceptional circumstances»). Det legges til grunn at slike eventuelle regler om slik lengre oppbevaringsplikt vil kunne fastsettes med hjemmel i bestemmelsens sjette ledd, jf. omtale nedenfor.

Annet ledd fastsetter en viktig begrensning i verdipapirforetakets adgang til å utkontraktere viktige operasjonelle funksjoner. Bestemmelsen gjennomfører MiFID artikkel 13 nr. 5 første ledd. Det følger av bestemmelsen at verdipapirforetak som utkontrakter funksjoner, ikke kan utkontraktere viktige operasjonelle funksjoner dersom foretakets evne til å påse etterlevelsen av sine forpliktelser til merkbart forringet, eller Kredittilsynets mulighet for å føre tilsyn med virksomheten merkbart forringes eller vanskeliggjøres. Bestemmelsen åpner (forutsetningsvis) for en videre adgang enn etter gjeldende rett til å utkontraktere funksjoner. Dette er i tråd med direktivet. Bestemmelsen oppstiller imidlertid som nevnt grensene for utkontraktering hva angår viktige operasjonelle funksjoner. Det kan fastsettes ytterligere regler for utkontraktering i medhold av sjette ledd, jf. nedenfor.

Tredje og fjerde ledd krever at verdipapirforetaket skal treffe betryggende tiltak slik at kundens finansielle instrumenter og øvrige kundemidler holdes atskilt fra foretakets instrumenter og midler. Verdipapirforetak kan bare benytte kundens finansielle instrumenter for egen regning, dersom kunden har gitt uttrykkelig samtykke til dette. Når det gjelder bruk av kundemidler for egen regning, er det etter *fjerde ledd annet punktum* ikke adgang til dette for verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjon.

Femte ledd fastsetter at det er styret og daglig leder som skal utarbeide interne retningslinjer og instruksjer i samsvar med første ledd.

Sjette ledd gir hjemmel til å fastsette forskrifter om organisering av verdipapirforetak, som blant annet kan benyttes for å fastsette regler til gjennomføring av bestemmelser i gjennomføringsdirektivet hva angår de nærmere regler om organisering av foretaket. Hjemmelen omfatter også adgang til å gi særlige regler om utkontraktering.

Til § 9-12 Verdipapirforetakenes sikringsfond

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven § 8-13, og er nærmere omtalt ovenfor under punkt 6.6.5.

Til § 9-13 Startkapital

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven § 8-9, og er nærmere omtalt ovenfor under punkt 6.7.5.

Til § 9-14 Krav til kapital i forhold til virksomheten

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven § 8-10, og er nærmere omtalt ovenfor under punkt 6.7.5. Overskriften er endret slik at det presiseres at bestemmelsen omhandler kapitalkrav i forhold til virksomheten, og ikke «krav til virksomheten» som sådan.

Til § 9-15 Beregnet kapitalkrav

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven § 8-10a, og er nærmere omtalt ovenfor under punkt 6.7.5.

Til § 9-16 Vurdering av samlet kapitalbehov og tilsynsmessig oppfølging

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven § 8-10b, og er nærmere omtalt ovenfor under punkt 6.7.5.

Til § 9-17 Opplysningskrav

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven § 8-10c, og er nærmere omtalt ovenfor under punkt 6.7.5.

Til § 9-18 Retting og pålegg

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven § 8-10d, og er nærmere omtalt ovenfor under punkt 6.7.5.

Til § 9-19 Unntak fra allmennaksjeloven § 8-1

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven § 8-10e, og er nærmere omtalt ovenfor under punkt 6.7.5.

Til § 9-20 Høyeste engasjement med en enkelt kunde

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven § 8-11.

Til § 9-21 Konsolideringsregel

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven § 8-12, men det er foretatt noen språklige endringer.

Til § 9-22 Filial mv.

Bestemmelsen viderefører i hovedsak verdipapirhandelloven § 7-5, og er nærmere omtalt ovenfor under punkt 8.2.5.

Det følger av *første ledd* at verdipapirforetak skal gi melding til Kredittilsynet før det oppretter filial i Norge. Det er altså tilstrekkelig med melding ved opprettelse av filial i Norge, mens det for opprettelse av filial eller datterselskap utenfor EØS kreves tillatelse fra Kredittilsynet, jf. *tredje ledd*. Verdipapirforetak som vil drive virksomhet i annen

EØS-stat reguleres av bestemmelsens annet ledd, jf. nedenfor. Det bemerkes for øvrig at gjeldende verdipapirhandellov bruker betegnelsen «avdelingskontor» for filial i Norge, og «filial» ved opprettelse av filial av foretaket i utlandet. Betegnelsen avdelingskontor er her erstattet med filial, slik at «filial» benyttes gjennomgående. Reglene om at ledelsen av verdipapirforetak skal være egnet, jf. § 9-9 første ledd, er foreslått videreført (bestemmelsen følger av gjeldende verdipapirhandellov § 7-5 første ledd annet punktum). Det følger av fjerde ledd at bestemmelsen i henhold til forslaget også vil gjelde for filial av bank, jf. omtale nedenfor.

Det er presisert i *annet ledd* at det er verdipapirforetak som har tillatelse (jf. § 9-1) til å yte investeringstjenester, i motsetning til for eksempel foretak som omfattes av § 9-2, som kan yte slike tjenester i en annen EØS-stat. Reglene om ytelse av grensekryssende virksomhet og opprettelse av filial i annen EØS-stat følger av § 9-23, jf. omtale nedenfor.

Det følger av *fjerde ledd* at bestemmelsens første ledd første punktum, annet og tredje ledd ikke gjelder for kredittinstitusjoner. Kredittinstitusjonen vil således være underlagt bestemmelsen i første ledd annet punktum om krav til ledelse i filial. Bestemmelsen i § 9-9 første ledd som stiller krav om at ledelsen av foretaket skal være egnet vil dermed også gjelde for filial av bank som yter investeringstjenester. Dette er nytt i forhold til gjeldende rett. Det vises til omtale ovenfor under pkt. 4.5 og Kredittilsynets høringsuttalelse inntatt ovenfor under pkt. 4.4.

Til § 9-23 Melding om virksomhet i en annen EØS-stat

Bestemmelsen gjennomfører MiFID artikkel 31 og 32 om hhv. grensekryssende virksomhet og virksomhet som drives gjennom filial. Det følger av MiFID artikkel 6 nr. 3 at tillatelse til å yte investeringstjenester skal være gyldig innenfor EU/EØS-området. Bestemmelsen regulerer krav til norske verdipapirforetaks melding til Kredittilsynet knyttet til den virksomhet de har til hensikt å drive i en annen EØS-stat. Bestemmelsen innebærer en videreføring av gjeldende verdipapirhandellov § 7-6, men bestemmelsen er noe utvidet som følge av MiFID. Det som er nytt er kravet i *annet ledd nr. 2* om at verdipapirforetaket skal opplyse om de har til hensikt å benytte tilknyttet agent. I så fall skal Kredittilsynet, jf. *femte ledd*, på forespørsel oversende vedkommende myndigheter i vertsstaten opplysninger om agentens identitet. Det er også nytt i forhold til gjeldende rett at det kreves melding om oppstart av multilateral handelsfasilitet i annen EØS-stat, jf. *fjerde ledd*. Det er foretatt enkelte mindre språklige endringer i forhold til gjeldende rett.

Bestemmelsen er nærmere omtalt ovenfor under punkt 8.1.5.

Til § 9-24 Verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat

Bestemmelsen gjennomfører MiFID artikkel 31 og 32 om hhv. grensekryssende virksomhet og virksomhet som drives gjennom filial. Bestemmelsen er en videreføring av gjeldende verdipapirhandel-lov § 7-7.

Det følger av MiFID artikkel 6 nr. 3 at tillatelse til å yte investeringstjenester skal være gyldig innenfor EU/EØS-området. Bestemmelsen åpner for at utenlandske verdipapirforetak hjemmehørende i et annet EØS-land med tillatelse til å yte investeringstjenester, kan drive virksomhet i Norge. Forutsetningen er at de er underlagt betryggende tilsyn i hjemlandet. Bestemmelsen er nærmere omtalt ovenfor under punkt 8.1.5.

Til § 9-25 Verdipapirforetak med hovedsete utenfor EØS

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven § 7-8. Bestemmelsen er nærmere omtalt ovenfor under punkt 8.5.5.

Til § 9-26 Verdipapirhandellovens anvendelse for utenlandske verdipapirforetak

Bestemmelsen angir hvilke bestemmelser som skal gjelde for utenlandske verdipapirforetak som driver virksomhet her i Norge. Bestemmelsen er omtalt i punkt 8.1.5 og 8.5.5.

Første ledd første punktum angir hvilke bestemmelser som gjelder for virksomhet som drives i Norge av verdipapirforetak hjemmehørende i EØS. Bestemmelsen gjelder både grensekryssende virksomhet og virksomhet som drives gjennom filial. Det følger av bestemmelsens første punktum av verdipapirhandelloven kapittel 1 til 7 (blant annet markedsmisbruksreglene og regler om prospektplikt og tilbudsplikt) skal gjelde for slik virksomhet. Egenhandelsbestemmelsene i kapittel 8 vil ikke gjelde. Videre vil §§ 10-4 og 10-5 om salg av finansielle instrumenter som kunden ikke eier og lån av finansielle instrumenter, samt bestemmelsen om lydopptak i § 10-17 gjelde. Det vises i den forbindelse til omtale av bestemmelsen om lydbåndopptak i 7.12.7 og i 8.1.5. Videre vil kapittel 12 til 14 (verdipapiroppgjøret, oppgjørssentral og motregning) og kapittel 16 og 17 (om hhv. tilsyn og sanksjoner) gjelde.

Første ledd annet punktum angir hvilke bestemmelser (blant annet regler om god forretningsskikk, jf. MiFID artikkel 32 nr. 7) som i tillegg skal gjelde

for filialer av EØS-foretak: § 10-11 om god forretningsskikk, § 10-12 om beste resultat ved utførelse av ordre, § 10-13 om håndtering av ordre, § 10-18 om transaksjonsrapportering, § 10-19 om systematisk internalisering og § 10-20 om offentliggjøring av informasjon om utførte transaksjoner. Det vises til MiFID artikkel 32 nr. 7, som pålegger vertsstaten å sikre («ensure») at filialer av verdipapirforetak oppfyller direktivets bestemmelser om de nevnte forholdene. Dette representerer et unntak fra MiFIDs hovedregel om hjemlandstilsyn, og begrunnes blant annet i fortalen pkt. 32 med at vertsstaten er nærmest til å påse at disse reglene (om god forretningsskikk mv.) overholdes. Bestemmelsene det er snakk om er såkalt «fullharmoniserte», dette innebærer at den enkelte medlemsstat uansett ikke vil ha adgang til å fastsette strengere/andre regler på disse områdene. Det vises til nærmere omtale av harmoniseringsgraden og det nasjonale handlingsrom under pkt. 3.3.

Annet ledd gjelder for utenlandske verdipapirforetak som ikke er hjemmehørende i EØS og som driver virksomhet i Norge. Bestemmelsen fastsetter at verdipapirhandelloven, med enkelte unntak, skal gjelde for utenlandske verdipapirforetak som ikke er hjemmehørende i EØS og som driver virksomhet i Norge. De bestemmelsene som ikke skal gjelde er 9-10 om aksjeeierstruktur, § 9-22 annet og tredje ledd om adgang til å drive virksomhet innenfor EØS, § 9-23 og § 9-24 om virksomhet innenfor EØS, kapittel 16 om tilsyn med filialer og grensekryssende virksomhet, og kapittel 15 om tilsyn. Bestemmelsen er nærmere omtalt under punkt 8.5.5.

Tredje ledd åpner for at departementet kan gjøre unntak fra bestemmelsen, hva angår tilfeller der virksomheten er begrenset eller der foretakets virksomhet er regulert av tilsvarende bestemmelser i hjemlandet.

Til § 9-27 Verdipapirhandellovens anvendelse for norske verdipapirforetaks filial i utlandet

Bestemmelsen viderefører i hovedsak verdipapirhandelloven § 7-10. Bestemmelsen er nærmere omtalt ovenfor punkt 8.2.5.

Til § 10-1 Løpende overensstemmelse med vilkår for tillatelse

Bestemmelsen fastsetter at verdipapirforetaket plikter å innrette sin virksomhet etter reglene som følger av kapittel 9 og vilkårene som er satt for tillatelsen. Bestemmelsen pålegger også verdipapirforetaket en plikt til å opplyse Kredittilsynet om vesentlige endringer i de forutsetningene som lå til grunn for den tillatelsen som er gitt. Denne plikten følger av MiFID artikkel 16 nr. 2 annet punktum. Verdipapir-

foretaket har også opplysningsplikt om andre forhold, se § 15-2 og omtale av denne bestemmelsen nedenfor, samt § 9-9 tredje ledd om opplysningsplikt ved skifte av ledelse i verdipapirforetaket.

Til § 10-2 Verdipapirforetaks adgang til å drive annen næringsvirksomhet

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven § 8-3, men det er foretatt språklige endringer i bestemmelsens tredje ledd.

Til § 10-3 Ansattes adgang til å drive annen næringsvirksomhet

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven § 8-4.

Til § 10-4 Salg av finansielle instrumenter verdipapirforetak eller kunden ikke eier

Bestemmelsen regulerer verdipapirforetakets adgang til å selge/formidle salg av finansielle instrumenter som verdipapirforetaket eller kunden ikke eier. Bestemmelsen viderefører gjeldende verdipapirhandellov § 8-5 fjerde ledd og § 8-7. Bestemmelsen er omtalt i punkt 7.12.7.

Til § 10-5 Lån av finansielle instrumenter

Bestemmelsen viderefører gjeldende verdipapirhandellov § 8-8, med unntak av bestemmelsen om at Kredittilsynet skal godkjenne standardiserte låneavtaler. Bestemmelsen er nærmere omtalt ovenfor under punkt 7.12.4.

Til § 10-6 Verdipapirforetaks handel med derivater

Bestemmelsen viderefører gjeldende verdipapirhandellov § 9-5 med enkelte tekniske justeringer, og er nærmere omtalt ovenfor under punkt 7.12.7.

Til § 10-7 Handel i finansielle instrumenter som er registrert i et verdipapirregister.

Bestemmelsen viderefører gjeldende verdipapirhandellov § 9-6 med enkelte tekniske justeringer, og er nærmere omtalt ovenfor under punkt 7.12.7.

Til § 10-8 Clearingplikt

Bestemmelsen viderefører gjeldende verdipapirhandellov § 9-4 tredje ledd og er nærmere omtalt ovenfor under punkt 7.12.7.

Til § 10-9 Taushetsplikt for verdipapirforetak og dets ansatte

Bestemmelsen viderefører gjeldende verdipapirhandellov § 9-8 og er nærmere omtalt ovenfor under punkt 7.12.7.

Til § 10-10 Interessekonflikter

Bestemmelsen gjennomfører MiFID artikkel 18. Bestemmelsen er nærmere omtalt ovenfor under punkt 7.2.5.

Første ledd pålegger verdipapirforetaket å treffe alle rimelige forholdsregler med hensyn til å identifisere interessekonflikter mellom foretaket og kundene og mellom kundene. Det vises også til § 9-11 første ledd nr. 2 som pålegger verdipapirforetaket å være innrettet slik at risikoen for interessekonflikter mellom foretaket og kundene og mellom kundene begrenses til et minimum. Dersom disse tiltakene ikke er tilstrekkelig til å sikre kundens interesser på en tryggende måte, skal foretaket opplyse kunden om at mulige interessekonflikter. Dette følger av *annet ledd*. Videre følger det verdipapirforetaket ikke kan gjennomføre forretninger for kundens regning før kunden har fått slike opplysninger.

Det er i *tredje ledd* hjemmel til å fastsette nærmere forskrifter til gjennomføring av bestemmelsen. Bestemmelsen kan benyttes til å gjennomføre utfyllende regler i gjennomføringsforordningens artikkel 21 til 25.

Til § 10-11 God forretningsskikk

Bestemmelsen gjennomfører MiFID artikkel 19, og er nærmere omtalt ovenfor under punkt 7.3.5. Bestemmelsen er noe endret i forhold til utvalgets utkast.

Det følger av *første ledd* at verdipapirforetak skal utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk. Hva kravet til «god forretningsskikk» innebærer, konkretiseres og utdypes i bestemmelsen, men det er klart at bestemmelsen ikke uttømmende vil regulere hva som ligger i en slik standard.

Det følger av første ledd at kravet blant annet innebærer at foretaket skal påse at kundenes interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte. Videre innebærer kravet at foretaket skal oppfylle de krav som ellers følger av bestemmelsen og av forskrift gitt i medhold av bestemmelsen, jf. forskriftshjemmelen i tolvte ledd. Kravet til god forretningsskikk utdypes og konkretiseres ytterligere i de påfølgende leddene i bestemmelsen.

Annet ledd pålegger verdipapirforetaket å gi kunder og potensielle kunder nærmere angitte opplysninger. Jf. også kravet om å utføre egnethetstest og hensiktsmessighetstest i fjerde og femte ledd. Opplysningene som kreves etter annet ledd skal gis i en forståelig form (av hensyn til kunden), jf. også kravet i tredje ledd om at foretaket skal påse at opplysningene som gis er klare, korrekte og ikke villedende. *Nummer 1 til 4* lister opp

hvilke opplysninger som skal gis, og omfatter opplysninger om verdipapirforetaket og de tjenester som foretaket yter (*nr. 1*), finansielle instrumenter og foreslåtte investeringsstrategier (skal også inkludere hensiktsmessig veiledning og advarsel om risiko, jf. *nr. 2*), handelssystemer og markedsplasser som verdipapirforetaket benytter (*nr. 3*) og omkostninger og gebyrer (*nr. 4*). Opplysningene skal gjøre kunden i stand til i rimelig grad å forstå arten av og risikoen knyttet til investerings-tjenesten og de finansielle instrumentene som tilbys, og på den måten være i stand til å fatte en informert investeringsbeslutning. Det følger videre av *trede ledd* at verdipapirforetaket skal påse at all informasjon til kunder eller potensielle kunder er korrekt, klar og ikke villedende. Dersom det er tale om markedsføringsinformasjon, skal denne informasjonen klart angis som det.

Fjerde ledd har bestemmelser om at verdipapirforetaket skal utføre en såkalt «egnethetstest» når det yter investeringsrådgivning eller driver aktiv forvaltning. Bestemmelsen gjennomfører MiFID artikkel 19 nr. 4. Det er gitt utfyllende regler om slik test i gjennomføringsdirektivet artikkel 35 og 37. Kravet innebærer at verdipapirforetaket må innhente nødvendige opplysninger om kundens kunnskap og erfaring fra det aktuelle investeringsområde, og om kundens finansielle situasjon og investeringsmål. Disse undersøkelsene skal sette foretaket i stand til å anbefale den investeringstjeneste og finansielle instrumenter som *egner seg* for vedkommende. Bestemmelsen om egnethetstest styrker beskyttelsen av investor.

Femte ledd oppstiller på sin side et krav om at verdipapirforetaket, når det yter andre tjenester enn investeringsrådgivning og aktiv forvaltning (som omfattes av *fjerde ledd*, jf. ovenfor), skal foreta en «hensiktsmessighetstest». Bestemmelsen gjennomfører MiFID artikkel 19 nr. 5. Det er gitt utfyllende bestemmelser i gjennomføringsforordningen artikkel 36 og 37. Denne plikten er noe mindre omfattende enn plikten etter *fjerde ledd*. Verdipapirforetaket skal i henhold til *femte ledd* «søke» å innhente opplysninger om kundens kunnskap og erfaringer fra det aktuelle investeringsområde. Det er altså ingen absolutt plikt, slik det er etter *fjerde ledd*, jf. «skal [...] innhente». Foretakets undersøkelser skal sette verdipapirforetaket i stand til å vurdere om den påtenkte investeringstjenesten eller produktet er *hensiktsmessig* for vedkommende. Foretaket pålegges videre en plikt til advare kunden, dersom foretaket finner at investeringstjenesten eller investeringsproduktet ikke er hensiktsmessig. I tilfelle kunden ikke vil gi foretaket de opplysninger som det skal søke å innhente

etter bestemmelsen, skal kunden advares om at dette gjør det umulig for foretaket å vurdere hva som er hensiktsmessig etter bestemmelsen. Dette gjelder også der kunden gir ufullstendige opplysninger.

Sjette ledd representerer et unntak fra kravet i *femte ledd* om utførelse av hensiktsmessighetstest. Det følger av *sjette ledd* at denne plikten ikke gjelder i tilfeller hvor det bare er snakk om mottak, formidling og utførelse av ordre («execution only») i tilknytning til nærmere angitte finansielle instrumenter («ikke-komplekse» finansielle instrumenter, jf. *nr. 1*). Det er videre et vilkår at tjenestene må ytes på kundens initiativ, og det må klart underrettes om at foretaket ikke har plikt til å vurdere hensiktsmessigheten og at dette innebærer at investorbeskyttelsen på dette punkt ikke er tilstede. Det er adgang til å gi slike opplysninger i standardisert format.

Syvende ledd pålegger verdipapirforetaket å ha et kunderegister, som omfatter de dokumenter som gir uttrykk for avtaleforholdet mellom partene. *Åttende ledd* pålegger en plikt til å gi kunden utfyllende rapporter om utførte tjenester. Slike rapporter skal gis «straks». Paragraf 9-12 har regler om verdipapirforetakenes sikringsfond, og før verdipapirforetaket gjør forretninger med kunden skal det opplyses om hvilken dekning som gis under sikringsfondet, jf. *niende ledd*. Det er for øvrig et krav at ytelse av investeringstjenester bare kan foretas fra fast forretningssted, jf. *tiende ledd*. En slik bestemmelse har blant annet til formål å hindre at verdipapirforetak benytter «omreisende agenter», og krever en fast kontortilknytning.

Elleve ledd presiserer rekkevidden av bestemmelsen hva angår hvilke personer som omfattes av kravet til god forretningsskikk: ansatte og tillitsvalgte og foretak som har slik innflytelse i verdipapirforetaket som nevnt i aksjeloven § 1-3 annet ledd eller allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd (bestemmende innflytelse i foretaket).

Tolvte ledd gir hjemmel til å fastsette nærmere forskrifter om de kravene som stilles i bestemmelsen, samt om dokumentasjon av foretakets investeringsrådgivning.

Til § 10-12 Beste resultat ved utførelse av ordre

Bestemmelsen gjennomfører MiFID artikkel 21, og er nærmere omtalt ovenfor under punkt 7.5.5.

Bestemmelsen pålegger en plikt for verdipapirforetaket til å gjennomføre alle rimelige tiltak for å oppnå det beste mulige resultat for kundene ved utførelse av kundeordre. Utførelse av ordre på vegne av kunden er en investeringstjeneste som omfattes av § 2-1 første ledd nr. 2. Vurderingen av

beste mulige resultat skal foretas ut fra pris, kostnader, hurtighet, sannsynlighet for gjennomføring og oppgjør, størrelse, art, samt andre relevante forhold, jf. *første ledd*. Bestemmelsen fastsetter også at ordren uansett skal utføres i tråd med kundens spesifikke instruksjoner, dersom kunden har gitt slike.

Når det gjelder den interne organisering, skal verdipapirforetaket ha effektive systemer, prosedyrer og ordninger for å sikre etterlevelsen av bestemmelsen i første ledd, jf. *annet ledd*. Foretaket skal videre utarbeide og benytte retningslinjer for utførelse av kundeordre som blant annet skal inneholde informasjon om de ulike markedsplassene som benyttes og faktorene som bestemmer valg av markedsplassene, jf. *tredje ledd*. Kundene skal opplyses om retningslinjene og innhente samtykke til disse, jf. *fjerde ledd*. Foretaket skal jevnlig kontrollere ordningene som er etablert for å sikre etterlevelsen, jf. *femte ledd*. Foretaket må kunne påvise at ordrene er utført i tråd med foretakets retningslinjer på kundens forespørsel, jf. *sjette ledd*.

Etter *syvende ledd* kan departementet fastsette utfyllende forskrifter om de kravene som stilles i bestemmelsen.

Til § 10-13 Håndtering av kundeordre

Bestemmelsen gjennomfører MiFID artikkel 22, og er nærmere omtalt ovenfor under punkt 7.6.5.

Bestemmelsens *første ledd* krever at verdipapirforetaket skal etablere prosedyrer og ordninger som sikrer hurtig, rettferdig og effektiv utførelse av kundeordre. *Annet ledd* har en særregel for utførelse av såkalte limitordre (ordre som angir pris og antall) som på grunn at markedsforholdene ikke kan utføres umiddelbart. Dersom foretaket ikke har mottatt annen instruks fra kunden, skal ordren offentliggjøres slik at andre gis mulighet til å oppfylle ordren.

Tredje ledd åpner for at det kan gis utfyllende forskrifter om de kravene som følger av bestemmelsen.

Til § 10-14 Tjenesteyting overfor kvalifiserte motparter

Bestemmelsen gjennomfører MiFID artikkel 24, og er nærmere omtalt ovenfor under punkt 7.7.5. Det vises også til omtalen ovenfor under punkt 7.1 om kundekategorisering. MiFID oppstiller to kategorier av kunder – profesjonelle og ikke-profesjonelle kunder. I kategorien profesjonelle kunder inngår en gruppe kunder som kalles «kvalifiserte motparter», og som ikke har det samme behov for å underlegges MiFIDs investorbeskyttelsesregler,

og det er tjenesteyting overfor denne typen kunder som omfattes av bestemmelsen.

Bestemmelsens *første ledd* fastsetter at reglene om god forretningsskikk (§ 10-11), beste utførelse av orde (§ 10-12) og håndtering av ordre (§ 10-13 første ledd) ikke gjelder overfor kvalifiserte motparter. Bestemmelsen gjelder verdipapirforetak som har tillatelse til å yte tjenestene mottak og formidling av ordre (§ 2-1 første ledd nr. 1), utførelse av ordre (§ 2-1 første ledd nr. 2) og omsetning av finansielle instrumenter for egen regning (§ 2-1 første ledd nr. 3). Det følger imidlertid av *tredje ledd* at kvalifisert motpart kan be om at bestemmelsene skal gjelde.

Annet ledd fastsetter hvem som regnes som kvalifisert motpart. Dette er blant annet verdipapirforetak, kredittinstitusjoner, pensjonskasser, andre finansinstitusjoner, sentralbanker og forsikringselskaper. Kretsen av kvalifiserte motparter kan utvides ved forskrift, jf. *fjerde ledd*. I medhold av *fjerde ledd* kan det også fastsettes andre utfyllende regler.

Til § 10-15 Tjenesteyting via annet verdipapirforetak

Bestemmelsen gjennomfører MiFID artikkel 20, og er nærmere omtalt ovenfor under 7.4.5.

Bestemmelsen regulerer de tilfeller hvor et verdipapirforetak formidler instruksjoner om å utføre investeringstjenester eller tilknyttede tjenester for en kunde til et annet verdipapirforetak. Bestemmelsen regulerer ansvarsforholdet mellom disse to verdipapirforetakene, og i hvilken grad de må forholde seg til kunden (jf. for eksempel kravet i § 10-11 fjerde og femte ledd om å vurdere egnethet og hensiktsmessighet). Formidling etter denne bestemmelsen må avgrenses mot bruk av tilknyttede agenter, jf. § 10-16 og omtale av denne bestemmelsen nedenfor.

Til § 10-16 Tilknyttede agenter

Bestemmelsen gjennomfører MiFID artikkel 23, og er nærmere omtalt ovenfor under punkt 7.8.5.

Første ledd første punktum slår fast at verdipapirforetak kan benytte tilknyttede agenter til å utføre nærmere angitte oppgaver. Det er en forutsetning at den tilknyttede agenten er registrert i samsvar med bestemmelsens tredje ledd, eller er registrert i en annen EØS-stat. Det vises til omtalen av tredje ledd nedenfor. Tilknyttet agent kan i henhold til bestemmelsens første ledd markedsføre verdipapirforetakets tjenester, skaffe oppdrag, samt motta og formidle ordre. I tillegg kan agenten plassere finansielle instrumenter og gi råd om slike finansielle instrumenter og investeringstjenester som

verdipapirforetaket tilbyr. Det er en forutsetning av verdipapirforetaket selv kan utføre de oppgaver/tilby de tjenester som agenten skal utføre. Det følger av *første ledd annet punktum* at det ikke kreves tillatelse etter § 9-1 for den virksomheten som tilknyttet agent driver. Denne delen av bestemmelsen er en videreføring av utvalgets utkast § 9-2 annet ledd nr. 8. Det vises i den forbindelse til at utvalgets utkast til § 9-2 er foreslått videreført, jf. § 9-2 ovenfor og omtalen av denne. Bestemmelsen er imidlertid videreført slik at den ikke bare gjør unntak fra kravet om tillatelse, men også fra de øvrige bestemmelsene i kapittel 9 og kapittel 10. Unntaket for tilknyttet agent knytter seg imidlertid bare til kravet om tillatelse, og er således ikke videreført i forslaget til § 9-2, men i bestemmelsen om tilknyttede agenter her.

I *første ledd tredje punktum* presiseres det at en tilknyttet agent bare kan være tilknyttet ett verdipapirforetak, se også definisjonen av tilknyttet agent i § 2-4 tredje ledd og omtale av denne bestemmelsen ovenfor. Dette er imidlertid ikke til hinder for at agenten kan yte andre tjenester på vegne av andre foretak som ikke er verdipapirforetak. Jf. også MiFIDs fortale pkt. 37.

Annet ledd slår fast at verdipapirforetaket er ansvarlig for all virksomhet som agenten forestår på verdipapirforetakets vegne. Dette innebærer at verdipapirforetaket ved bruk av agent skal påse at verdipapirforetaket fortsatt overholder sine plikter etter loven. Bestemmelsen gjennomfører MiFID artikkel 23 nr. 2 tredje ledd. Det er lagt til grunn at dette ikke innebærer at agenten vil være unntatt fra virksomhetsreglene i verdipapirhandelloven. Dette er nærmere omtalt ovenfor under pkt. 7.8.5. De organisatoriske kravene i verdipapirhandelloven vil imidlertid etter sin art ikke være anvendelige overfor agenten, da disse gjelder verdipapirforetaket som sådan. Dette innebærer at for eksempel kravene til startkapital (§ 9-13), krav om medlemskap i Verdipapirforetakenes sikringsfond (§ 9-12), krav til organisasjonsform (§ 9-8) osv. ikke vil gjelde for tilknyttet agent. På den annen side vil agenten måtte følge de reglene som omhandler investorbeskyttelse (kapittel 10 del II), for eksempel bestemmelsen om interessekonflikter (§ 10-10) og reglene om god forretningsskikk (§ 10-11). Bestemmelser i kapittel 10 som knytter seg til utførelse av ordre (beste utførelse av ordre, håndtering av kundeordre, rapportering av transaksjoner) vil ikke få anvendelse, da agenter ikke kan utføre ordre på vegne av kunde, jf. første ledd første punktum som angir hva en tilknyttet agent kan gjøre på vegne av verdipapirforetaket.

Verdipapirforetaket skal også påse at agenten alltid skal opplyse kundene, eller eventuelle potensielle kunder, om det foreliggende agentforholdet mellom agenten og verdipapirforetaket, jf. *annet punktum*. Opplysninger om agentforholdet skal minst omfatte hvilket verdipapirforetak det er snakk om (foretakets identitet), de tjenestene agenten tilbyr i tilknytning til dette agentforholdet, samt at verdipapirforetaket fullt ut er ansvarlig for agentens virksomhet. Agenten skal gi slike opplysninger skriftlig, eller over telefon med lydopptak.

Tredje ledd har bestemmelser om registrering av tilknyttede agenter. Det følger av *første punktum* at tilknyttede agenter skal registreres i et offentlig tilgjengelig register, jf. MiFID artikkel 23 nr. 3. Videre følger det av *annet punktum* at det er Kredittilsynet som skal føre dette registeret. Registeret skal inneholde opplysninger om tilknyttede agenter som er etablert i Norge, men også om tilknyttede agenter for norske verdipapirforetak i de tilfellene hvor agenten er fra en annen EØS-stat hvor bruk av tilknyttet agent ikke er tillatt. Verdipapirforetaket skal bekrefte overfor Kredittilsynet at agenten er egnet, og registrering kan bare skje dersom det foreligger slik bekreftelse. Verdipapirforetak kan bare benytte tilknyttet agent som er registrert i Norge eller i tilsvarende register i en annen EØS-stat. Videre plikter verdipapirforetak å melde fra til Kredittilsynet dersom tilknytningen til en agent opphører.

Etter *fjerde ledd* kan departementet fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen. Videre kan det fastsettes nærmere regler om tilknyttet agent og deres virksomhet. Det følger av MiFID artikkel 23 nr. 6 at medlemsstatene kan pålegge strengere og andre krav enn de som følger av artikkel 23 overfor tilknyttede agenter som er registrert i medlemsstaten. Når det gjelder egenhandelsreglene, følger det av § 8-1 første ledd nr. 1 at disse gjelder for tilknyttede agenter.

Til § 10-17 Plikt til å foreta lydopptak

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven § 9-7 annet ledd, og er nærmere omtalt ovenfor under punkt 7.12.7.

Til § 10-18 Rapportering av transaksjoner

Bestemmelsen gjennomfører MiFID artikkel 25 nr. 3 om transaksjonsrapportering, og er nærmere omtalt ovenfor under punkt 7.9.5.

Første ledd pålegger verdipapirforetak å rapportere om transaksjoner i finansielle instrumenter som er notert på regulert marked (dvs. tatt opp til handel på regulert marked, jf. ny børslov § 24). Det

er ikke avgjørende hvorvidt transaksjonen er utført på regulert marked, det avgjørende er om det finansielle instrumentet er tatt opp til handel på regulert marked. Transaksjonen skal rapporteres straks, det vil si med en gang. Transaksjonene skal rapporteres til Kredittilsynet, eller den Kredittilsynet utpeker. Dette innebærer en viss fleksibilitet i forhold til de tekniske løsningene som innføres. Opplysningene skal altså ikke rapporteres til børsen, slik det gjøres etter reglene i gjeldende børsforskrift. Dette har særlig betydning i forhold til børsens markedsovervåkning, jf. ny lov om regulerte markeder § 27. Det er lagt til grunn at det vil kunne fastsettes regler i forskrift som åpner for at børsen gis tilgang til de opplysningene som rapporteres etter første ledd, jf. forskriftshjemmelen i fjerde ledd.

Annet ledd stiller enkelte krav til rapportens innhold, den skal angi navn og nummer som viser hvilke finansielle instrumenter som er kjøpt eller solgt, dato og tidspunkt for utførelse, pris og identiteten til de involverte verdipapirforetak. De krav som følger av bestemmelsen er ikke ment å være uttømmende. Et særskilt spørsmål som har vært vurdert, er om MiFIDs adgang til å kreve kundeidentitet i rapporten (gjennomføringsdirektivet artikkel 13 nr. 4) skal tas inn i bestemmelsen. Det er ikke lagt opp til å kreve kundeidentitet, men det er lagt til grunn at det vil kunne fastsettes nærmere regler om dette i forskrift med hjemmel i fjerde ledd.

Tredje ledd fastsetter hvem som kan sende rapporten. I tråd med MiFID er det åpnet for en viss fleksibilitet med hensyn til dette, og det følger av bestemmelsen at rapporten kan sendes av verdipapirforetaket, en person som opptrer på vegne av verdipapirforetaket, et automatisk ordrematchings- eller rapporteringssystem som er godkjent av Kredittilsynet, av regulert marked eller av multilateral handelsfasilitet hvor transaksjonen ble gjennomført. Verdipapirforetaket kan altså velge hvordan det vil rapportere transaksjonene, med hensyn til hvem som skal sende dem til Kredittilsynet eller den Kredittilsynet utpeker.

Fjerde ledd åpner for at det kan fastsettes nærmere forskrifter om transaksjonsrapportering, blant annet om hvem som skal sende og motta rapportene og hva rapporten skal inneholde (f.eks. kundeidentifikasjon). Det kan også fastsettes regler om at rapporteringsplikten også skal gjelde for finansielle instrumenter som ikke er tatt opp til handel på regulert marked, jf. MiFIDs fortale pkt. 45.

Til § 10-19 Systematisk internalisering

Bestemmelsen gjennomfører MiFID artikkel 27, og er nærmere omtalt ovenfor under punkt 7.10.5.

Systematisk internalisering er definert i § 2-4 fjerde ledd. Denne formen for virksomhet innebærer at et verdipapirforetak på en organisert, regelmessig og systematisk måte foretar handler av aksjer for egen regning ved å utføre kundeordre utenfor et regulert marked eller en multilateral handelsfasilitet. Slik virksomhet er ikke utbredt i Norge. I henhold til § 10-19 skal slike systematiske internaliserere publisere forpliktende kurser, og oppgi kurser på forespørsel til kunder i handel med aksjer som er tatt opp til handel på et regulert marked som ikke er likvide, jf. *første ledd nr. 1 og 2*.

Annet ledd fastsetter at kursene skal reflektere gjeldende markedsforhold for den aksje som kursen gjelder. Reglene gjelder bare handel opp til standard markedsstørrelse, jf. *tredje ledd*.

Fjerde ledd fastsetter at det kan gis nærmere forskrifter om systematisk internalisering.

Til § 10-20 Offentliggjøring av informasjon om utførte transaksjoner

Bestemmelsen gjennomfører MiFID artikkel 28, og er nærmere omtalt ovenfor under punkt 7.11.5.

Bestemmelsen regulerer verdipapirforetaks offentliggjøring av informasjon om utførte transaksjoner i aksjer som er notert (dvs. tatt opp til handel) på regulert marked eller multilateral handelsfasilitet. Slik informasjon skal offentliggjøres når transaksjonen er gjennomført utenfor regulert marked eller multilateral handelsfasilitet, jf. *første ledd*. Offentliggjøringen skal skje så tett opp til transaksjonen som mulig, og den skal skje på en måte som er lett tilgjengelig for markedet. Gjennomføringsforordningen artikkel 30 har nærmere regler om når slike opplysninger skal anses for offentliggjort. Nærmere bestemmelser om dette kan fastsettes med hjemmel i *fjerde ledd*.

Opplysningene skal minst omfatte pris, volum og tidspunktet for transaksjonens utførelse, jf. *annet ledd*. Listen er ikke uttømmende, jf. «minst», og det vil være mulig å fastsette ytterligere krav til innhold i medhold av fjerde ledd.

Det følger av *tredje ledd* at bestemmelsen om utsatt offentliggjøring i ny børslov § 29 tredje ledd gjelder tilsvarende.

Til § 11-1 Handel og gjennomføring av transaksjoner på multilateral handelsfasilitet

Bestemmelsen gjennomfører MiFID artikkel 14. Bestemmelsen er nærmere omtalt ovenfor i kapittel 11, punkt 11.3.1.

Multilateral handelsfasilitet er en alternativ omsetningsplass for finansielle instrumenter (jf. § 2-2), som kan drives av et verdipapirforetak med tilla-

telse etter lovens § 9-1 eller et regulert marked med tillatelse etter § 9-5. Multilateral handelsfasilitet er definert i § 2-3 fjerde ledd, og i MiFID artikkel 4 nr. 1 15). Drift av multilateral handelsfasilitet er en investeringstjeneste, jf. § 2-1 første ledd nr. 7, og det kreves derfor tillatelse etter § 9-1 for drift av slik fasilitet.

I *første ledd* pålegges den som driver en slik fasilitet å oppfylle kravene i § 9-11 om organisering, men også enkelte nærmere angitte regler i *nr. 1* til 7. Disse reglene tilsvarer i stor grad regler som gjelder for aktivitetene på regulert marked. Dette gjelder for eksempel kravet om at multilateral handelsfasilitet skal ha handelsregler (*nr. 1*), regler om tilgang til systemet for omsetning (*nr. 3*), og regler om hvilke finansielle instrumenter som skal kunne handles i systemet (*nr. 2*). De øvrige kravene går ut på at fasiliteten skal sørge for at det finnes tilstrekkelig offentlig informasjon om de finansielle instrumentene (*nr. 4*), informere brukerne om ansvaret for oppgjør (*nr. 5*), sørge for at det legges til rette for effektiv og rettidig gjennomføring av oppgjør (*nr. 6*) og en plikt til å umiddelbart etterkomme pålegg fra Kredittilsynet om å suspendere eller stryke instrumenter fra handel (*nr. 7*).

Annet ledd har regler om hvem som kan gis tilgang til en multilateral handelsfasilitet. Dette er verdipapirforetak, kredittinstitusjoner og «andre». Forutsetningen er at de har en forsvarlig kapital (finansielle ressurser), formålstjenlig organisasjon og tilstrekkelige tekniske systemer. I tillegg må de anses skikket til å delta i handelen, vurdert ut fra de forpliktelser tilgang til systemet innebærer.

Tilsvarende forslaget til ny børslov § 26 fjerde ledd, skal ikke reglene om god forretningsskikk (§ 10-11), beste utførelse av ordre (§ 10-12) og håndtering av ordre (§ 10-13) gjelde ved transaksjoner på den multilaterale handelsfasiliteten utført mellom medlemmene, eller mellom medlemmene og fasiliteten. Dette følger av *tredje ledd*. Det presiseres imidlertid at kravene i de nevnte bestemmelsene gjelder overfor medlemmenes kunder (verdipapirforetakets kunder, for eksempel).

Fjerde ledd inneholder en tilsvarende bestemmelse som følger av forslaget til ny børslov § 24 sjette ledd om opptak til handel av omsettelige verdipapirer uten utsteders samtykke. Dersom slikt opptak finner sted, skal ikke utstederen underlegges informasjonsforpliktelser som følge av omsetningen.

Til § 11-2 Markedsovervåkning på multilateral handelsfasilitet

Bestemmelsen gjennomfører MiFID artikkel 26, og er nærmere omtalt ovenfor under punkt 11.3.2.

Bestemmelsens *første ledd* krever at multilateral handelsfasilitet etablerer effektive ordninger og prosedyrer for markedsovervåkning. Et tilsvarende krav gjelder for regulert marked etter forslag til ny børslov § 27. Multilateral handelsfasilitet skal overvåke brukernes etterlevelse av fasilitetens egne regler, men også transaksjoner utført på fasiliteten med sikte på å avdekke brudd på relevante lover og regler, for eksempel markedsmissbruksreglene i lovens kapittel 3, i tillegg til egne regler og rettstridige handelsforhold. Bestemmelsens henvisning til lover og regler mv. er presisert i forhold til utvalgets utkast. Det vises videre til at en multilateral handelsfasilitet pålegges plikt til å varsle Kredittilsynet umiddelbart ved mistanke om vesentlige brudd på de nevnte lover og regler, jf. *annet ledd*.

Plikt til å bistå Kredittilsynet, kostnadsfritt (for Kredittilsynet) følger av bestemmelsens *tredje ledd*.

Fjerde ledd åpner for at departementet kan fastsette nærmere regler om markedsovervåkning på multilaterale handelsfasiliteter.

Til § 11-3 Offentliggjøring av opplysninger om ordre mv. på multilaterale handelsfasiliteter

Bestemmelsen gjennomfører MiFID artikkel 29, og er nærmere omtalt ovenfor under punkt 11.3.3.

En tilsvarende bestemmelse for regulert marked følger av forslag til ny børslov § 28.

Første ledd pålegger en plikt til å offentliggjøre løpende i løpet av handelsdagen, kjøps- og salgstilbud som legges inn i fasiliteten i aksjer som er opptatt til handel på regulert marked. Plikten påhviler den multilaterale handelsfasiliteten (som kan drives av et verdipapirforetak eller et regulert marked). Utvalget foreslo i sitt utkast at opplysningene skulle gjøres tilgjengelig på rimelige kommersielle vilkår, men departementet anser at begrepet «alminnelige forretningsmessige vilkår» er dekkende. Det vises for øvrig til MiFID artikkel 29 nr. 1 og uttrykket «reasonable commercial terms».

Annet ledd åpner for at Kredittilsynet kan frita fasiliteten fra plikten til offentliggjøring etter første ledd, mens *tredje ledd* gir hjemmel til å fastsette nærmere regler om offentliggjøring av opplysninger om ordre. Bestemmelsen om Kredittilsynets adgang til å frita fasiliteten fra plikten til offentliggjøring etter første ledd gjennomfører MiFID artikkel 29 nr. 2, som også angir vilkårene for slikt fritak. Det er lagt til grunn at det kan gis nærmere regler om fritak i medhold av forskriftshjemmelen i tredje ledd. Forskriftskompetansen er lagt til departementet.

*Til § 11-4 Offentliggjøring av opplysninger om hand-
ler på multilaterale handelsfasiliteter*

Bestemmelsen gjennomfører MiFID artikkel 30, og er nærmere omtalt ovenfor under punkt 11.3.3.

En tilsvarende bestemmelse for regulert mar-
ked følger av forslaget til ny børslov § 29.

Første ledd pålegger en plikt til å offentliggjøre opplysninger om utførte handler på fasiliteten i aksjer som er opptatt til handel på regulert mar-
ked. Opplysningene skal gis så raskt som mulig, jf. annet punktum, og på alminnelige forretningsmes-
sige vilkår. Plikten påhviler den multilaterale han-
delsfasiliteten (som kan drives av verdipapirfore-
tak eller regulert marked). Utvalget foreslo i sitt
utkast at opplysningene skulle gjøres tilgjengelig
på rimelige kommersielle vilkår, men departemen-
tet anser at begrepet «alminnelige forretningsmes-
sige vilkår» er dekkende. Det vises for øvrig til
MiFID artikkel 30 nr. 1 og uttrykket «reasonable
commercial terms».

Multilateral handelsfasilitet fritas fra plikten
etter første ledd dersom opplysningene offentlig-
gjøres av regulert marked, jf. *annet ledd*.

Kredittilsynet kan gi den som driver en multila-
teral handelsfasilitet adgang til å utsette offentlig-
gjøring etter første ledd, jf. *tredje ledd*. Bestemmel-
sen vil gjennomføre MiFID artikkel 30 nr. 2 som
blant annet angir vilkårene for slik utsatt offentlig-
gjøring. Det er lagt opp til at dette kan reguleres
nærmere i forskrift, jf. *fjerde ledd*.

Til § 12-1 Utførelse av oppdrag

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandell-
oven § 11-1. Bestemmelsen er kun relevant ved
utførelse av ordre, og ikke ved mottak og formid-
ling av ordre slik det opprinnelig var foreslått av
utvalget. Det er derfor foretatt en mindre end-
ring i forhold til utvalgets utkast, ved at det kun
henvises til § 2-1 første ledd nr. 2 (utførelse av
ordre).

Til § 12-2 Verdipapirforetakets sikkerhetsrett

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven
§ 11-5.

Til § 12-3 Alminnelige ugyldighetsregler

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven
§ 11-6.

Til § 12-4 Innsigelse ved forsinkelse

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven
§ 11-7.

*Til § 13-1 Vilkår for å drive oppgjørssentral
(clearingsentral)*

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven
§ 6-1.

Til § 13-2 Oppgjørssentrals kapital

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven
§ 6-2.

Til § 13-3 Oppgjørssentrals virksomhet

Bestemmelsens *første* og *tredje* ledd viderefører
verdipapirhandelloven § 6-3. Bestemmelsens
annet, *fjerde* og *femte ledd* gjennomfører MiFID
artikkel 34 nr. 1 annet ledd. Bestemmelsen er
omtalt ovenfor under punkt 8.4.5.

Til § 13-4 Beregning av sikkerhet

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven
§ 6-4.

Til § 13-5 Taushetsplikt

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven
§ 6-5. Henvisningen til børs er erstattet med «regu-
lert marked». Henvisningen til første ledd i
bestemmelsens tredje ledd er endret.

Til § 13-6 Oppgjørsrepresentant

Bestemmelsen viderefører verdipapirhandelloven
§ 6-6, men det er presisert at verdipapirforetak,
kredittinstitusjoner og andre foretak «som omfat-
tes av § 2-1,» kan være oppgjørsrepresentant. Dette
innebærer at også foretak som yter investeringstje-
nester, men som omfattes av unntaksbestemmel-
sen i § 9-2, kan være oppgjørsrepresentant. Det
vises til omtale ovenfor under punkt 8.4.5.

Til § 14-1 Anvendelsesområdet

Bestemmelsen viderefører gjeldende vphl. § 10-1,
og er omtalt ovenfor under punkt 7.12.6.

Til § 14-2 Motregning

Bestemmelsen viderefører gjeldende vphl. § 10-2,
og er omtalt ovenfor under punkt 7.12.6.

Til § 14-3 Sikkerhet overfor oppgjørssentral

Bestemmelsen viderefører gjeldende vphl. § 10-3,
og er omtalt ovenfor under punkt 7.12.6.

*Til § 15-1 Tilsyn med handelen i finansielle
instrumenter*

Bestemmelsen er i hovedsak en videreføring av
gjeldende vphl. § 12-1.

Bestemmelsen er omtalt nærmere ovenfor under punkt 12.2.

Når det gjelder *annet ledd annet punktum*, vises det til nærmere omtale ovenfor under punkt. 22.1.5.

I *tredje ledd første punktum* er det foretatt en presisering i forhold til utvalgets utkast, slik at det fremgår uttrykkelig at det geografiske anvendelsesområdet for bestemmelsen fortsatt er EØS, i samsvar med gjeldende vphl. § 12-1 tredje ledd første punktum.

Gjeldende vphl. § 12-1 fjerde ledd annet punktum er ikke videreført, ettersom gjeldende børslov § 5-7 er foreslått opphevet. Det vises til nærmere omtale av dette i punkt 17 og 22 ovenfor.

Til § 15-2 Opplysningsplikt

Bestemmelsen erstatter gjeldende vphl. § 12-2.

Første ledd er en videreføring av gjeldende vphl. § 12-2 første ledd, med enkelte endringer i henvisninger og presiseringer i samsvar med ny verdipapirhandellov. I *første ledd annet punktum* er det presisert at opplysningsplikten også gjelder for tilknyttede agenter, jf. MiFID art. 23. Det vises til nærmere omtale ovenfor under punkt 12.4. I *første ledd tredje punktum* er henvisningen til de relevante lovbestemmelser vedrørende plikt til å føre oppgaver over mottatte og utførte investeringstjenester og plikt til å foreta lydopptak oppdatert, slik at de blir i samsvar med ny verdipapirhandellov.

Annet ledd er en videreføring av gjeldende vphl. § 12-2 annet ledd første punktum. Gjeldende vphl. § 12-2 annet ledd annet og tredje punktum er flyttet til § 9-9 tredje ledd.

Tredje, fjerde og femte ledd viderefører gjeldende vphl. § 12-2 tredje, fjerde og femte ledd.

Bestemmelsen i *sjette ledd* er ny, og den gjennomfører MiFID art. 50 nr. 2 bokstav h om opplysningsplikt for investeringsforetaks og regulerte markeds revisorer for så vidt gjelder foretakenes virksomhet. Bestemmelsen vil gjelde ved siden av revisorers opplysningsplikt i medhold av kredittilsynsloven § 3 tredje ledd tredje punktum, og må antas å gå lengre enn opplysningsplikten etter kredittilsynsloven.

Sjuende ledd er en videreføring av gjeldende vphl. § 12-2 sjette ledd, med unntak av en mindre språklig endring i annet punktum.

Åttende ledd er en videreføring av gjeldende vphl. § 12-2 sjuende ledd.

Til § 15-3 Opplysningsplikt ved mistanke om innsidehandel

Bestemmelsen erstatter gjeldende vphl. § 12-2a, med visse utvidelser og endringer sammenlignet med gjeldende § 12-2a.

I *første ledd* er det generelle anvendelsesområdet for opplysningsplikten etter bestemmelsen utvidet sammenlignet med gjeldende vphl. § 12-2a og utvalgets forslag. Opplysningsplikten etter bestemmelsen vil nå gjelde ved mistanke om overtreddelse av alle de deler av vphl. som er omfattet av MiFID og markedsmisbruksdirektivet, det vil si vphl. kapittel 3, 4, 5, 8, 9, 10 og 11, samt forskrifter gitt i medhold av disse bestemmelsene. Endringene gjennomfører MiFID art. 50 nr. 2 bokstav a og b, som krever at tilsynsmyndigheten innenfor MiFIDs område skal kunne få tilgang til «ethvert dokument» og kunne kreve opplysninger «fra enhver person». Den utvidede opplysningsplikten etter § 15-3 vil derfor også gjelde overfor personer og objekter som ikke er under tilsyn av Kredittilsynet. Grunnvilkåret for at opplysningsplikten etter § 15-3 skal bli aktuell, er at Kredittilsynet har mistanke om overtreddelse av en eller flere regler i vphl. kapittel 3, 4, 5, 8, 9, 10 eller 11, samt forskrifter gitt i medhold av disse bestemmelsene. Det vises til nærmere omtale ovenfor i punkt 12.4.4. Henvisningen til børsloven § 5-7 i *første ledd* er ikke videreført i den nye bestemmelsen, siden gjeldende børslov § 5-7 ikke er foreslått videreført i den nye loven, jf. om dette ovenfor i pkt. 17 og 22.

Annet ledd første punktum er en videreføring av gjeldende vphl. § 12-2a annet ledd første punktum. *Annet ledd nr. 1 og 2* viderefører gjeldende vphl. § 12-2a annet ledd nr. 1 og 2. *Annet ledd nr. 3 første, annet og tredje punktum* er en videreføring av gjeldende vphl. § 12-2a annet ledd nr. 3, første, annet og tredje punktum. Bestemmelsens anvendelsesområde er snevrere enn utvalgets utkast, jf. at utvalget i sitt utkast til ny § 15-3 syvende ledd hadde foreslått at bestemmelsen om unntak fra taushetsplikt etter ekomloven i annet ledd nr. 3 skulle gjelde ved mistanke om overtreddelser av samtlige bestemmelser i verdipapirhandelloven og lov om regulerte markeder, mens det generelle anvendelsesområdet til § 15-3 nå vil omfatte vphl. kapittel 3, 4, 5, 8, 9, 10 og 11, samt forskrifter gitt i medhold av disse bestemmelsene.

Forskriftshjemmelen i *annet ledd nr. 3 fjerde punktum* vedrørende nærmere regler om opphevelse av taushetsplikt etter lov om elektronisk kommunikasjon § 2-9, er ny. Den nye bestemmelsen i *annet ledd nr. 3 fjerde punktum* gir departementet (Finansdepartementet) hjemmel til i forskrift å fastsette nærmere regler om blant annet saksbehandling og underretning til mistenkte og andre som rammes i saker der det er spørsmål om opphevelse av taushetsplikt etter lov om elektronisk kommunikasjon § 2-9. Forskriften vil omfatte regler både om Kredittilsynets og depar-

tementets (Samferdselsdepartementet, delegert til Post- og teletilsynet) behandling av saker med spørsmål om opphevelse av taushetsplikt etter ekomloven. Bestemmelsene i den planlagte forskriften vil ivareta rettssikkerhetshensyn, samtidig som Kredittilsynets behov for operasjonelle regler i deres arbeid med avdekking av verdipapirkriminalitet hensyntas. I forskriften vil det kunne gis nærmere regler om blant annet klage og underretning til mistenkte og andre som rammes, herunder bestemmelser om utsatt underretning i unntakstilfelle. Slik utsatt underretning kan være nødvendig av hensyn til Kredittilsynets arbeid med oppklaring av saken, for eksempel å unngå at bevis forspilles. I dette ligger også at det skal kunne gis forskriftsregler om at forhåndsvarsel fra de aktuelle forvaltningsorganer (Kredittilsynet og departementet/delegert til Post- og teletilsynet) til mistenkte og andre som rammes av pålegget og anmodningen om opphevelse av taushetsplikten, ikke skal gis. Det er også aktuelt å gi regler i forskriften om Kredittilsynets adgang til å påklage departementets (Samferdselsdepartementet, delegert til Post- og teletilsynet) avslag på begjæringer om opphevelse av taushetsplikten. Videre kan forskriften inneholde nærmere regler om klage for den som blir pålagt å utlevere opplysninger. Forskriften vil også kunne inneholde nærmere regler om krav til innholdet i Kredittilsynets anmodninger om opphevelse av taushetsplikten. Det vises til nærmere omtale av bestemmelsen og bakgrunnen for den ovenfor under punkt 12.4.6.

Tredje, fjerde, femte og sjette ledd er videreføringer av gjeldende vphl. § 12-2a tredje, fjerde, femte og sjette ledd.

Til § 15-4 Opplysningsplikt overfor tilbudsmyndigheten

Bestemmelsen angir at opplysningsplikten gjelder opplysninger som kan ha betydning for spørsmål som omfattes av kapittel 6. Opplysningsplikten gjelder således også ved frivillige tilbud etter § 6-19. Uttrykket «børsen» er erstattet med «tilbudsmyndigheten». Bestemmelsen viderefører for øvrig vphl. 1997 § 12-6. Det vises til nærmere omtale i proposisjonen punkt 31.1.

Til § 15-5 Bevissikring

Bestemmelsen viderefører gjeldende vphl. § 12-2b. Det vises til nærmere omtale ovenfor under punkt 12.4.5.

Til § 15-6 Kredittilsynets taushetsplikt

Bestemmelsen viderefører innholdet i gjeldende vphl. § 12-3, men slik at det er presisert i *første ledd* at taushetsplikten også gjelder for revisorer og andre sakkyndige som Kredittilsynet engasjerer til å utføre oppgaver. Bestemmelsen gjennomfører MiFID art. 54 nr. 1. Det vises til nærmere omtale ovenfor i pkt. 12.5.5. Bestemmelsen er for øvrig noe omskrevet sammenlignet med gjeldende vphl. § 12-3, slik at det nå fremgår uttrykkelig at pliktsubjektene etter bestemmelsen er de samme som i kredittilsynsloven § 7 første ledd, som bestemmelsen viser til. Omskrivingen innebærer ingen realitetsendring.

Til § 15-7 Pålegg mv.

Første, annet og tredje ledd viderefører gjeldende vphl. § 12-4 første, annet og tredje ledd.

Fjerde ledd viderefører gjeldende vphl. § 12-4 fjerde ledd, med den endring at Kredittilsynet også kan gi pålegg om at aksjer skal avhendes, som alternativ til pålegg om at stemmerettene knyttet til aksjene ikke skal kunne utøves. Det vises til pkt. 12.8.3 og 12.8.5 for nærmere omtale av bestemmelsen.

Femte ledd er en videreføring av gjeldende vphl. § 12-4 femte ledd.

I sjette ledd utvides Kredittilsynets kompetanse sammenlignet med gjeldende vphl. § 12-4 sjette ledd. Endringen innebærer at Kredittilsynet gis kompetanse til å kreve opphør av handlinger som er i strid med verdipapirhandelloven eller forskrifter gitt medhold av loven, dvs. at Kredittilsynet får en generell påleggshjemmel for stans i ulovlig virksomhet. Dette innebærer en gjennomføring av MiFID art. 50 nr. 2 bokstav e, g og i. Det vises til nærmere omtale ovenfor under punkt 12.4.8.

I sjuende ledd, som er ny, gis Kredittilsynet hjemmel til å gi pålegg om at handel i bestemte finansielle instrumenter skal stoppes midlertidig eller permanent dersom særlige grunner tilsier det. Hjemmelen vil kunne brukes uavhengig av om det finansielle instrumentet er opptatt til handel på regulert marked, eller om det handles på annen markeds plass. Bestemmelsen gjennomfører MiFID art. 50 nr. 2 bokstav k), og må også tolkes i lys av MiFID art. 50 nr. 2 bokstav k. Det vises til nærmere omtale av bestemmelsen ovenfor under punkt 12.4.9.

Til § 15-8 Klagenemnd

Bestemmelsen er en videreføring av gjeldende vphl. § 12-7, med oppdaterte henvisninger i samsvar med ny verdipapirhandellov. Det er foretatt en mindre språklig justering i annet ledd.

Til § 15-9 Utveksling av informasjon med andre tilbudsmyndigheter

Bestemmelsen gjennomfører MiFID artikkel 25 nr. 6 om utveksling av informasjon mellom de kompetente myndigheter, hva angår informasjon motatt etter bestemmelsene om transaksjonsrapportering. Bestemmelsen er omtalt i pkt. 7.9.5.

Kredittilsynet skal i henhold til *første ledd* videreformidle transaksjonsrapporter til andre EØS-staters myndigheter, i de tilfeller hvor slike myndigheter er tilsynsmyndighet for det markedet som er mest relevant for de finansielle instrumenter som rapporteringen gjelder, jf. nr. 1. Det er i gjennomføringsforordningen artikkel 9 og 10 nærmere regler om hva som skal anses for å være det mest relevante markedet. Videre skal Kredittilsynet videreformidle rapporter til tilsynsmyndigheten i verdipapirforetakets hjemstat, med mindre disse myndighetene ikke ønsker å motta slik informasjon, jf. nr. 2.

Annet ledd gir hjemmel til å fastsette nærmere regler i forskrift om slik videreformidling, samt om hva som skal anses som mest relevant marked. Det vises i den forbindelse til de nevnte bestemmelsene i gjennomføringsforordningen.

Til § 16-1 Opplysningsplikt

Bestemmelsen erstatter gjeldende vphl. § 13-1.

Bestemmelsen får et snevrere anvendelsesområde enn gjeldende vphl. § 13-1. Ny § 16-1 gjelder bare for filialer av verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat, og ikke generelt for foretak med hovedsete i annen EØS-stat. Bakgrunnen for dette er at MiFID ikke synes å åpne for at Kredittilsynet kan stille tilsvarende krav overfor verdipapirforetak som driver virksomhet direkte fra forretningssted i annen EØS-stat, jf. direktivet art. 31 nr. 1 og 32, jf. art. 61. Det vises til omtale i pkt. 12.10.5 ovenfor.

Etter *første ledd* kan Kredittilsynet til statistisk bruk kreve at verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat, som yter investeringstjenester gjennom filial, avgir rapporter om sin virksomhet til statistisk bruk. Bestemmelsen er i samsvar med MiFID art. 61 nr. 1.

Annet ledd omhandler Kredittilsynets adgang til å kreve opplysninger fra filialer av verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat for å kontrollere at reglene som gjelder for virksomheten her i landet overholdes. Bestemmelsen er en gjennomføring av MiFID art. 61 nr. 2.

Til § 16-2 Stedlig kontroll

Bestemmelsen er en videreføring av gjeldende vphl. § 13-2.

Henvisningen i *første ledd* er endret i tråd med den nye loven. Bestemmelsen er i samsvar med MiFID art. 32 nr. 8 og art. 57

Annet ledd er i samsvar med MiFID art. 32 nr. 7 annet ledd.

Til § 16-3 Pålegg om retting m.m.

Bestemmelsen er en videreføring av gjeldende vphl. § 13-3. MiFID art. 62 har regler om beskyttelsestiltak som skal treffes av vertsstater. Vphl. § 16-3 må tolkes i lys av MiFID art. 62.

Til § 17-1 Daglig mulkt mv.

Uttrykket «børsen» er erstattet med «tilbudsmyndigheten» i *første* og *annet ledd*.

For øvrig videreføres gjeldende vphl. § 14-1 første, annet og tredje ledd. Tilbudspliktreglene omfattes ikke av MiFID, og det legges til grunn at tilbudsmyndighetens kompetanse til å ilegge overtredelsesgebyr ved overtredelser av tilbudspliktreglene kan videreføres i ny verdipapirhandellov.

I *fjerde ledd* er henvisningen til hvilke underliggende regler som kan medføre overtredelsesgebyr eller daglig mulkt etter bestemmelsen, dvs. henvisningen til prospektreglene, endret i samsvar med ny verdipapirhandellov. Prospektreglene står nå i kapittel 7. I tillegg er det presisert at også regulert marked som har fått delegert myndighet etter § 7-8 sjette ledd, kan pålegge overtredelsesgebyr og daglig mulkt.

Til § 17-2 Vinningsavståelse

Bestemmelsen viderefører gjeldende vphl. § 14-2 om vinningsavståelse, men slik at henvisningene i *første ledd* til de underliggende regler som kan sanksjoneres ved vinningsavståelse, er endret i tråd med ny verdipapirhandellov. Bestemmelsen er i samsvar med MiFID art. 51 nr. 1.

Til § 17-3 Straff

Siden konsesjonsplikten utvides, både mht. definisjon av investeringstjenester og finansielle instrumenter, utvides straffebestemmelsens virkeområde noe sammenlignet med gjeldende vphl. § 14-3. Det er foretatt enkelte mindre språklige endringer i forhold til gjeldende rett.

Første ledd viderefører gjeldende vphl. § 14-3 første ledd, men slik at henvisningene til de underliggende bestemmelsene som er belagt med straff, er endret i tråd med den nye loven.

I *annet ledd* er overtredelse av bestemmelsen i § 7-3 om prospektplikt ved opptak til notering, gjort straffbar på lik linje med overtredelse av prospektplikt ved tilbud om tegning eller kjøp etter § 7-2, i samsvar med utvalgets forslag. Likhets hensyn tilsier

at overtredelse av begge de to bestemmelsene bør kunne sanksjoneres med straff. For øvrig er bestemmelsen en videreføring av gjeldende vphl. § 14-3 annet ledd, med oppdaterte henvisninger til de underliggende regler som er sanksjonert med straff.

I *tredje ledd* er det tatt inn et vesentlighetskrav når det gjelder overtredelse av § 4-2 og § 4-3 annet ledd, slik at det er den som «grovt eller gjentatte ganger» overtrer en eller begge disse bestemmelsene som kan straffes. Dette må ses i sammenheng med at overtredelser av regler om flaggeplikt etter den nye loven kan sanksjoneres med overtredelsesgebyr etter § 17-4, jf. også omtale av overtredelsesgebyr i pkt. 12.6.6. Forutsetningen er at straff skal forbeholdes vesentlige overtredelser av bestemmelsene om flagging. For overtredelse av reglene i § 4-3 første, tredje eller fjerde ledd, er det ikke noe slikt vesentlighetskrav for straff. Bakgrunnen er at slike overtredelser – i motsetning til overtredelser av § 4-2 og § 4-3 annet ledd – ikke kan sanksjoneres med overtredelsesgebyr etter § 17-4.

Fjerde og femte ledd er videreføring av gjeldende vphl. § 14-3 fjerde og femte ledd.

Til § 17-4 Overtredelsesgebyr

Bestemmelsen i § 17-4 om overtredelsesgebyr er ny. Det vises til nærmere omtale av bestemmelsen ovenfor under punkt 12.6.6. MiFID har bestemmelser om administrative sanksjoner og andre forvaltningstiltak i art. 51, og overtredelsesgebyr er en slik administrativ sanksjon. Det er Kredittilsynet som er tillagt kompetanse til å ilegge slik sanksjon etter § 17-4 (med unntak for i de tilfellene som nevnt i § 17-4 tredje ledd annet punktum der kompetanse er delegert til regulert marked). Det vil være opp til Kredittilsynets skjønn i de konkrete tilfellene å avgjøre hvorvidt overtredelsesgebyr skal ilegges når vilkårene i loven for overtredelsesgebyr er oppfylt.

Departementet foreslår ikke å lovfeste hvilke beviskrav som skal gjelde for illeggelse av overtredelsesgebyr. Departementet viser til Sanksjonsutvalgets utredning i NOU 2003: 15 punkt 12.3.3, der det uttales at gjeldende regler om administrative sanksjoner gir rom for nyansering, avhengig av blant annet hvor sterkt klanderverdig forhold som foreligger, hva bevistvilen gjelder og hvor streng reaksjon det vil være tale om. Departementet legger til grunn at det i utgangspunktet bør stilles krav om kvalifisert sannsynlighetsovervekt for at Kredittilsynet skal kunne ilegge overtredelsesgebyr. Beviskravene for overtredelsesgebyr antas derfor i praksis å ville være noe lavere enn for straff, men høyere enn alminnelig sannsynlighetsovervekt. Dette kan som nevnt ovenfor imidlertid være avhengig av blant

annet hvor sterkt klanderverdig forhold det er tale om og hva bevistvilen gjelder.

Etter *første ledd* kan brudd på reglene om flagging i § 4-2 og § 4-3 annet ledd, samt forskrifter gitt i medhold av disse bestemmelsene, medføre overtredelsesgebyr. Overtredelsesgebyr vil i praksis være aktuelt i tilfeller hvor overtredelsen ikke er så vesentlig at straffansvar er aktuelt, smln. straffebestemmelsen i § 17-3 tredje ledd, som gjelder grove eller gjentatte overtredelser av reglene om flagging. Skyldkravet er forsett eller uaktsomhet, jf. *første ledd første punktum*. Det er ikke foreslått regler om objektivt ansvar, men i og med at uaktsomhet også rammes, legger departementet til grunn at hensynet til effektiv håndhevelse er tilstrekkelig ivaretatt. Medvirkning til overtredelse av reglene om flagging kan også sanksjoneres ved overtredelsesgebyr etter *første ledd annet punktum*. Iht. *første ledd tredje punktum* kan forsøks handlinger sanksjoneres på samme måte. Saksbehandlingen i saker om overtredelsesgebyr etter første ledd vil følge de alminnelige reglene i forvaltningsloven, herunder reglene om klage. Det er Finansdepartementet som vil være klageinstans for Kredittilsynets vedtak om overtredelsesgebyr iht. de alminnelige reglene i forvaltningsloven. Departementet vil vurdere å se på behovet for endringer i reglene om klage, herunder hvem som skal være klageinstans, i forbindelse med den bredere gjennomgangen av sanksjonssystemet i etterkant av Justisdepartementets oppfølging av Sanksjonsutvalgets utredning (NOU 2003:15).

I *annet ledd* er det hjemmel for overtredelsesgebyr som foretakssanksjon ved overtredelse av reglene om finansiell rapportering. Etter *annet ledd annet punktum* følger klager over Kredittilsynets vedtak om overtredelsesgebyr i medhold av annet ledd reglene i § 15-8. Det vil si at klager over Kredittilsynets vedtak om overtredelsesgebyr etter § 17-4 annet ledd, vil avgjøres av klagenemnd opprettet av departementet i medhold av § 15-8.

I *tredje ledd første punktum* er det fastsatt at Kredittilsynet kan ilegge overtredelsesgebyr for brudd på reglene om løpende informasjonsplikt. Skyldkravet er forsett eller uaktsomhet. *Tredje ledd annet punktum* gir reglene i første ledd annet og tredje punktum om medvirkning og forsøkshandlinger tilsvarende anvendelse. I *tredje ledd tredje punktum* fremgår det at dersom regulert marked har fått delegert kompetanse i henhold til § 5-2 eller § 5-3, kan regulert marked ilegge overtredelsesgebyr. I følge *tredje ledd fjerde punktum* følger klager over slike vedtak som regulert marked treffer, regler i lov om regulerte markeder § 41, det vil si at de vil bli behandlet av Børsklagenemnden.

Det følger av *fjerde ledd første punktum* at overtredelsesgebyr skal utmåles individuelt. Bestemmelsen fastsetter også hvilke momenter det særlig skal legges vekt på ved utmålingen. Det antas at det i praksis vil kunne være relativt stor variasjon i omstendighetene rundt den enkelte overtredelse. Overtredelsene vil i praksis kunne være relatert til store beløp, for eksempel verdien av den transaksjon som ikke er flagget osv. Den økonomiske situasjonen til overtrederne vil også variere. Departementet finner ikke grunnlag for å fastsette noen beløpsgrense for overtredelsesgebyr i loven. I *fjerde ledd annet punktum* fremgår det at overtredelsesgebyr tilfaller statskassen.

I *femte ledd* er det fastsatt at vedtak om overtredelsesgebyr er tvangsgrunnlag for utlegg, men slik at adgangen til å begjære tvangsfullbyrdelse først inntreffer når vedtaket er endelig.

Det følger av *sjetten ledd første punktum* at søksmål knyttet til vedtak om overtredelsesgebyr, ikke kan reises før klageadgangen er utnyttet. I *sjetten ledd annet punktum* er det gjort unntak for dette dersom det har gått over seks måneder fra klage ble fremsatt, og klageinstansen ikke har avgjort saken. Det er et vilkår for søksmål i medhold av denne bestemmelsen at det ikke skyldes forsømmelse fra klagerens side at klageinstansens vedtak ikke foreligger. Vedtak om overtredelsesgebyr vil være enkeltvedtak som kan bringes inn for domstolene etter reglene i sivilprosessen.

Til § 18-1 Ikraftttredelse

Bestemmelsen angir lovens ikraftttredelse. Kompetansen til å vedta ikraftttredelse er lagt til Kongen, og Kongen kan bestemme at deler av loven trer i kraft til forskjellig tid. Kongen kan fastsette virkningstidspunkt for bestemmelsene om årsrapport og halvårsrapport.

Til § 18-2 Overgangsregler

Bestemmelsens *første ledd* bestemmer at tillatelse etter verdipapirhandelloven til å drive oppgjørsvirksomhet, yte investeringstjenester og kreditt videreføres. Utvalget foreslo i sitt utkast at slike foretak skal innrette sin virksomhet fra lovens ikraftttredelse. Dette er ikke fulgt opp av departementet. Departementet legger til grunn at det vil kunne være aktuelt at loven trer i kraft på et tidligere tidspunkt av hensyn til behandlingen av nye konsesjonssøknader.

I bestemmelsens *annet ledd* foreslår departementet en ny bestemmelse i forhold til utvalgets utkast. Utvalget til grunn at reglene om gjentatt tilbudsplikt bør gjelde ubetinget for aksjeeiere som ved lovens ikraftttredelse eier mer enn 40 pst, og at

slike eiere bør pålegges gjentatt tilbudsplikt ved passering av 50 pst. Departementet slutter seg til dette utgangspunktet, men finner det naturlig å unnta aksjeeiere som før den nye lovens ikraftttredelse falt inn under vphl. § 4-6 annet ledd nr. 2. Vphl. § 4-6 annet ledd innebærer at aksjeeiere som «ved opptak til børsnotering eier mer enn 40 prosent av aksjene i selskapet» ikke ble omfattet av reglene om etterfølgende erverv. Departementet anser det ikke å være behov for et tilsvarende unntak i forhold til den nye lovens regler om etterfølgende erverv, siden de nye reglene kun omfatter aksjeeiere som «har passert» de aktuelle tilbudspliktsgrenser, jf. nedenfor om § 1-2 tredje ledd. Etter departementets syn er det imidlertid naturlig å unnta aksjeeiere som falt inn under dette unntaket fra reglene om gjentatt tilbudsplikt (og da i praksis grensen på 50 pst). For slike aksjeeiere vil en ny tilbudsplikt ved erverv av mer enn 50 pst kunne fremstå som urimelig, siden de ikke vil kunne ha forutsett en slik endring i sin rettsituasjon ved børsnotering. I slike situasjoner vil det for øvrig ofte ha vært en dominerende eier hele tiden mens selskapet har vært på børs, og det vil neppe skje et kontrollskifte ved senere økninger av denne eierandelen. De bærende hensyn bak reglene om gjentatt tilbudsplikt slår derfor ikke til i samme grad.

For eiere som etter lovens ikraftttredelse foretar en børsnotering, vil imidlertid de alminnelige regler om gjentatt tilbudsplikt gjelde, jf. tilsvarende i NOU 2005: 17 s. 78.

Bestemmelsens *tredje ledd* inneholder overgangsregler i forhold til reglene om etterfølgende erverv. Det følger av *tredje ledd første punktum* at reglene om etterfølgende erverv i § 6-6 annet ledd gjelder for aksjeeiere som «har passert» tilbudspliktsgrensene som nevnt, etter endringslovens ikraftttredelse. De aktuelle tilbudspliktsgrensene er den alminnelige tilbudspliktsgrensen i § 6-1 og grensene for gjentatt tilbudsplikt i § 6-6 første ledd. I den grad grensene passerer på en måte som ikke utløser tilbudsplikt, vil aksjeeiere i utgangspunktet måtte fremme et pliktig tilbud ved «et hvert etterfølgende erverv» som øker stemmeandelen. Det er kun aksjeinnehav som følger av at aksjeeiere «har passert» en av de aktuelle grensene som kan utløse reglene om etterfølgende erverv, jf. også ordlyden i lovforslagets § 6-6 annet ledd. En aksjeeier som ved lovens ikraftttredelse innehar aksjeposter som er større enn de aktuelle tilbudspliktsgrenser, vil ikke ha «passert» de aktuelle grenser og faller derfor utenfor reglene om etterfølgende erverv. Dette i motsetning til gjeldende rett, hvor reglene om etterfølgende erverv omfatter aksjeeiere som «eier» over tilbudspliktsgrensen uten tidligere å ha gitt pliktig til-

bud, jf lovens § 4-6 annet ledd. Denne forskjellen i ordlyden gjør det etter departementets syn mindre naturlig å videreføre gjeldende unntak for aksjeeiere som ved opptak til børsnotering eier mer enn tilbudspliktgrensen, siden slike eiere ikke vil ha «passert» grensen(e), jf dagens vphl. § 4-6 annet ledd. For eiere som tidligere nøt godt av dette unntaket, er det imidlertid behov for en særlig overgangsregel i forhold til gjentatt tilbudsplikt, jf ovenfor om § 18-2 annet ledd om dette.

I *tredje ledd annet punktum* reguleres enkelte situasjoner hvor det gjøres unntak fra utgangspunktet (som angitt i første punktum) om at bare aksjeerverv som medfører at grensene passerer etter lovens ikrafttredelse utløser reglene om etterfølgende erverv, slik at aksjeeiere som har passert de aktuelle grensene før lovens ikrafttredelse (og som ikke har gitt et pliktig tilbud) også omfattes av reglene om etterfølgende erverv. Dette gjelder *for det første* aksjeeiere som ved lovens ikrafttredelse eier aksjer som representerer mellom 1/3 og 40 prosent av stemmene i selskapet. Slike aksjeeiere vil ikke måtte fremme et pliktig tilbud ved lovens ikrafttredelse (siden grensen ikke «passeres» etter lovens § 6-1), med mindre de ved aksjeerverv øker sin stemmeandel. I så fall bør reglene om etterfølgende erverv gjelde, jf utvalgets omtale i NOU 2005: 17 s. 77. *For det andre* bør reglene om etterfølgende erverv gjelde for «gamle» passeringer, dersom grensen på 40 pst ble passert før lovens ikrafttredelse på en måte som ikke utløste pliktig tilbud (f.eks. ved arv). Det understrekes at bestemmelsen kun omfatter tilfeller hvor den høye eierandel innehas som følge av at aksjeeier «har passert» grensen, og ikke f.eks. i de tilfeller det har skjedd en børsnotering hvor en dominerende eier sitter igjen med en stor eierpost over 40 pst, jf også omtalen av gjeldende lovs § 4-6 annet ledd nr. 2 ovenfor. *For det tredje* bør reglene om etterfølgende erverv gjelde for aksjeeiere som ved den forrige lovens ikrafttredelse (1. desember 1997) eide aksjer mellom 40- og 45 prosent av stemmene (og som derfor var underlagt en tilsvarende overgangsordning som nå gis i § 18-2 tredje ledd annet punktum første alternativ), og som uavbrutt har eid mer enn 40 pst av aksjene uten å ha fremmet et pliktig tilbud.

Etter *fjerde ledd* kan departementet i forskrift gi ytterligere overgangsregler.

Til § 19-1 Endringer i andre lover

Nr. 1

Ved vedtakelsen av ny lov om verdipapirhandel oppheves gjeldende verdipapirhandellov, lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel.

Nr. 2

Endringen innebærer at henvisningen i straffeloven § 273 annet ledd til verdipapirhandellovens bestemmelse om markedsmanipulasjon endres i tråd med forslaget til ny verdipapirhandellov (§ 3-8).

Nr. 3

Bestemmelsen omhandler endringer i lov 7. desember 1956 nr. 1 om tilsynet for kredittinstitusjoner, forsikringsselskaper og verdipapirhandel mv. (kredittilsynsloven).

I kredittilsynsloven § 1 første ledd er det regnet opp hvilke institusjoner som er under tilsyn av Kredittilsynet. «Børser og autoriserte markedsplasser» står under nr. 10 i oppregningen av tilsynsobjekter. Siden terminologien i ny lov om regulerte markeder er endret i forbindelse med gjennomføringen av MiFID, slik at det nå vil hete regulerte markeder, bør dette også fremgå av kredittilsynsloven § 1 første ledd nr. 10. Det vil gjøre at begrepsbruken i lovverket blir mest mulig enhetlig. Det foreslås derfor at «Børser og autoriserte markedsplasser» i *§ 1 første ledd nr. 10* endres til «Regulerte markeder». Dette vil omfatte både regulerte markeder med og uten konsesjon som børs. Det vises for øvrig til nærmere omtale ovenfor under punkt 12.5.5.

I kredittilsynsloven § 7 første ledd første punktum er det presisert i lovteksten at revisorer og andre sakkyndige som Kredittilsynet engasjerer, har taushetsplikt på lik linje med Kredittilsynets tjenestemenn og styremedlemmer etter kredittilsynsloven. Endringen gjennomfører MiFID art. 54 nr. 1. Det vises til nærmere omtale ovenfor under punkt 12.5.5.

I kredittilsynsloven § 7 første ledd tredje punktum er det gjort unntak fra taushetsplikten blant annet i forhold til tilsynsmyndigheter i andre EØS-stater som fører tilsyn med tilsynsobjekter som nevnt i kredittilsynsloven § 1 første ledd nr. 1-6 eller nr. 14. Det foreslås at unntaket fra taushetsplikten utvides til også å gjelde andre EØS-staters tilsynsmyndigheter som fører tilsyn med regulerte markeder. Dette gjøres ved at det føyes til en henvisning til kredittilsynsloven § 1 første ledd nr. 10 i *§ 7 første ledd tredje punktum*. Endringsforslaget har sin bakgrunn i MiFID art. 58, som har regler om utveksling av opplysninger med tilsynsmyndigheter i andre medlemsstater. Det vises til nærmere omtale ovenfor under punkt 12.5.5.

Nr. 4

Endringen innebærer at henvisningen i straffeprosessloven § 230 annet ledd til verdipapirhandellovens bestemmelse om taushetsplikt endres i tråd med forslaget til ny verdipapirhandellov (§ 10-9).

Nr. 5

Endringen innebærer at lov 12. juni 1981 nr. 52 om verdipapirfond endres slik at det føyes til en ny bestemmelse, ny § 1-6. Ny § 1-6 innebærer at forvaltningsselskap for verdipapirfond kan benytte tilknyttede agenter for å markedsføre sine tjenester samt formidle ordre om andeler i verdipapirfond, uten at dette utløser krav om tillatelse etter verdipapirhandeloven § 9-1. Bestemmelsene i verdipapirhandeloven om tilknyttede agenter § 10-16 annet til fjerde ledd med tilhørende forskrifter gjelder tilsvarende så langt de passer. Det vises for øvrig til nærmere omtale i pkt. 7.8.5.

Endringen i § 2-1 annet ledd første punktum innebærer at henvisningen til investeringstjenesten aktiv forvaltning endres i tråd med forslaget til ny verdipapirhandellov (§ 2-1 første ledd nr. 4). Bestemmelsens annet og tredje punktum fastsetter at en rekke av gjeldende verdipapirhandelsbestemmelser skal gjelde for fondsforvaltere som driver aktiv forvaltning i medhold av verdipapirfondloven. Disse bestemmelsene er ikke foreslått videreført (fordi implementeringen av MiFID krever nye bestemmelser), og *nytt tredje punktum* innebærer dermed at det kan fastsettes i forskrift at lov om verdipapirhandel med tilhørende forskrifter skal gjelde for slik virksomhet.

Nr. 6

I finansieringsvirksomhetsloven § 2-19 fjerde ledd er en henvisning til prospektreglene i gjeldende verdipapirhandellov endret i tråd med forslaget til ny verdipapirhandellov.

Nr. 7

Endringen innebærer at en henvisning i tvangsfullbyrdsloven § 10-4 første ledd første punktum til verdipapirhandelovens bestemmelse om omsettelige verdipapirer, er endret i tråd med forslaget til ny verdipapirhandellov (§ 2-2 annet ledd).

Nr. 8

Bestemmelsen omhandler endringer i lov 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven).

Allmennaksjeloven § 4-25 endres slik at det tilføyes et nytt syvende ledd hvor det fremgår at vphl. § 6-22 supplerer asal. § 4-25 ved tvungen innløsning i forbindelse med tilbudsplikt og frivillige tilbud etter kapittel 6. Det vises til omtale i proposisjonen kapittel 30.

Videre tilføyes det et *nytt fjerde ledd* i allmennaksjeloven § 5-10. Endringen innebærer at for selskaper omfattet av verdipapirhandeloven § 5-4 vil

kravene i verdipapirhandeloven § 5-9 annet og tredje ledd om innkalling til generalforsamlingen gjelde i tillegg til de generelle krav til innkallingen i allmennaksjeloven § 5-10 første til tredje ledd. For omtale av hvilke selskaper som omfattes av vphl. § 5-4, vises det til kap. 14.

Forslaget er omtalt i pkt. 18.1.5.

Nr. 9

I lov om betalingssystemer er henvisningen til finansielle instrumenter i verdipapirhandeloven i §§ 1-2 og 4-4 *annet ledd* endret i tråd med forslaget til ny verdipapirhandellov (§ 2-2).

Nr. 10

I verdipapirregisterloven § 2-2 første ledd første punktum er henvisningen til verdipapirhandelovens bestemmelse om finansielle instrumenter endret i tråd med forslaget til ny verdipapirhandellov (§ 2-2).

Nr. 11

I § 5-3 i lov om e-pengeforetak er henvisningen til verdipapirhandelovens bestemmelser om egenhandel endret i tråd med forslaget til ny verdipapirhandellov.

Nr. 12

I lov om finansiell sikkerhetsstillelse § 1 tredje ledd bokstav d er henvisningen til derivater i verdipapirhandeloven endret i tråd med forslaget til ny verdipapirhandellov (§ 2-2 første ledd nr. 4).

Lov om regulerte markeder (børsloven)*Til § 1 Lovens formål*

Bestemmelsen angir lovens formål og er en videreføring av børsloven § 1-1. Bestemmelsen tilsvarende utvalgets utkast § 1-1.

Til § 2 Lovens virkeområde

Bestemmelsen angir lovens virkeområde, jf. utvalgets utkast § 1-2. Bestemmelsen angir at loven gjelder for virksomhet som drives i Norge (første ledd) av regulert marked. Lovens kapittel 6 gjelder bare for børser. Loven gjelder også for den virksomhet som norsk regulert marked driver i utlandet (annet ledd).

Til § 3 Definisjoner mv.

Bestemmelsen definerer regulert marked (*første ledd*) og børs (*annet ledd*), jf. utvalgets utkast § 1-3. Definisjonen av regulert marked i første ledd avviker noe fra utvalgets utkast. Paragrafoverskriften er også endret i forhold til utvalgets utkast. Bestemmelsen er nærmere omtalt ovenfor under punkt 9.2.5.

Første ledd definerer regulert marked og gjennomfører MiFIDs definisjon av regulert marked i artikkel 4 nr. 1 (14). Et regulert marked er et foretak som har tillatelse i henhold til lovens § 4 og som beslutter opptak til handel (notering) av finansielle instrumenter til markedet. Reglene om opptak til handel av finansielle instrumenter følger av § 24, jf. omtale nedenfor. Videre skal det regulerte markedet organisere eller drive et multilateralt system som legger til rette for regelmessig omsetning av de noterte instrumentene i samsvar med lov, forskrift og de objektive handelsreglene som markedet selv har fastsatt. Dette innebærer at handelssystemet må være åpent for flere parter, jf. «multilateralt». Definisjonen omfatter ikke bilaterale systemer.

Annet ledd definerer børs som et regulert marked som har særskilt tillatelse etter § 33. Lovens kapittel 6 oppstiller enkelte tilleggsvilkår for børs utover de vilkår som oppstilles for regulert marked. Forholdet mellom børs og regulert marked er nærmere omtalt ovenfor under pkt. 9.2.

Tredje ledd gir departementet hjemmel til å fastsette nærmere regler om hva som skal regnes som regulert marked, samt organiseringen og driften av regulert marked.

Til § 4 Tillatelse til å drive virksomhet som regulert marked

Bestemmelsen fastsetter at det bare er foretak som har tillatelse fra departementet som kan drive virksomhet som regulert marked, og tilsvarende § 2-1. Bestemmelsen er omtalt under punkt 9.2.5.

Annet ledd inneholder et forbud mot bruk av betegnelsen regulert marked for foretak som ikke har tillatelse etter loven, i nærmere angitte tilfeller. Forbudet gjelder dersom bruken er egnet til å gi inntrykk av at foretaket har tillatelse etter loven.

Til § 5 Konsesjonsmyndighet. Søknad om tillatelse.

Bestemmelsen har nærmere regler om tillatelse og søknadsprosedyre. Bestemmelsen viderefører i hovedsak børsloven § 2-2. Det er foretatt enkelte mindre språklige endringer i bestemmelsens første ledd i forhold til utvalgets utkast § 2-2. Bestemmelsen er nærmere omtalt under punkt 9.2.5.

Det følger av *første ledd* at departementet kan gi tillatelse som regulert marked til foretak som oppfyller kravene i loven. Videre angir bestemmelsen kravene til innholdet i søknaden, jf. *bokstav a) og b)*. Søknaden skal inneholde en virksomhetsplan (a) og opplysninger om organiseringen av foretaket som viser at de lovbestemte kravene er oppfylt (b). Vedlagt søknaden skal være foretakets utkast

til regler og forretningsvilkår etter § 22 tredje ledd (regler og forretningsvilkår som skal sendes inn til Kredittilsynet). Departementet kan også be om ytterligere opplysninger, jf. første ledd tredje punktum.

Annet ledd fastsetter at vedtak om tillatelse skal meddeles søkeren så snart som mulig, og uansett innen seks måneder etter at søknaden ble mottatt. Fristen på seks måneder regnes fra det tidspunkt opplysninger som er nødvendige for å avgjøre om tillatelse skal gis, ble mottatt.

Til § 6 Bortfall endring og tilbakekall av tillatelse

Bestemmelsen er en videreføring av børsloven § 2-3 (jf. utvalgets utkast § 2-3), og er omtalt under punkt 9.2.5. Henvisningen til «offentlig akkordforhandling» er endret til «tvangsakkord» i første ledd.

Til § 7 Sammenslåing og deling av regulert marked

Bestemmelsen er en videreføring av børsloven § 2-4 og er omtalt under punkt 9.2.5. Det er foretatt enkelte mindre språklige endringer i forhold til utvalgets utkast § 2-4.

Til § 8 Virksomhet i utlandet

Bestemmelsen er en videreføring av børsloven § 2-5 (og utvalgets utkast § 2-5) og er omtalt under punkt 9.2.5.

Til § 9 Organisasjonsform

Bestemmelsen krever at regulert marked skal være organisert som allmennaksjeselskap. Dette er en videreføring av gjeldende rett og tilsvarende utvalgets utkast § 2-6. Det vises til nærmere omtale under punkt 9.3.5.

Til § 10 Styre og ledelsen

Bestemmelsen gjennomfører MiFID artikkel 37, og viderefører gjeldende børslov § 3-2. Bestemmelsen går noe lenger enn MiFID artikkel 37. Det vises til nærmere omtale under punkt 9.3.5 og til utvalgets utkast § 2-7.

Til § 11 Internkontroll

Bestemmelsen viderefører børsloven § 3-4, og følger opp utvalgets utkast § 2-8.

Til § 12 Revisor

Bestemmelsen viderefører børsloven § 3-5, og følger opp utvalgets utkast § 2-9.

Til § 13 Organisatoriske krav

Bestemmelsen gjennomfører MiFID artikkel 39, og er nærmere omtalt under punkt 9.4.5. Bestemmelsen tilsvarende i hovedsak utvalgets utkast § 2-10.

Bestemmelsen krever at regulert marked skal ha interne regler og treffe nødvendige tiltak som sikrer de forhold som følger av *bokstav a) til e)* i bestemmelsen. Disse forholdene er identifisering og håndtering av interessekonflikter mellom det regulerte markedet eller eierne av markedet og markedets oppgaver og funksjoner (*a*), identifisering og håndtering av signifikante risikoer som virksomheten utsettes for (*b*), klare handelsregler og prosedyrer (*c*), at markedet har systemer for en forsvarlig drift av det tekniske systemet, herunder blant annet reserveløsninger (*d*) og at det legges til rette for effektiv og rettidig gjennomføring av transaksjoner (*e*).

Til § 14 Taushetsplikt

Bestemmelsen viderefører børsloven § 3-6, og følger opp utvalgets utkast § 2-11. Henvisningen til «børs» i annet ledd er endret til «regulert marked».

Til § 15 Habilitetsregler

Bestemmelsen viderefører børsloven § 3-7, og følger opp utvalgets utkast § 2-12.

Til § 16 Adgangen til å eie finansielle instrumenter

Bestemmelsen viderefører børsloven § 3-8, og følger opp utvalgets utkast § 2-13.

Til § 17 Eierkontroll

Bestemmelsen viderefører børsloven § 6-2, og er nærmere omtalt under punkt 9.3.5. Det vises til utvalgets utkast § 2-14.

Til § 18 Konsolidering

Bestemmelsen viderefører børsloven § 6-3, og følger opp utvalgets utkast § 2-15.

Til § 19 Opptak til notering av finansielle instrumenter utstedt av regulert marked

Bestemmelsen viderefører børsloven § 4-4, og følger opp utvalgets utkast § 2-16.

Til § 20 Krav til ansvarlig kapital

Bestemmelsen gjennomfører MiFID artikkel 39 bokstav f), og viderefører gjeldende børslov § 4-5. Bestemmelsen er nærmere omtalt under punkt 9.3.5. Det vises til utvalgets utkast § 2-17.

Til § 21 Likviditetskrav

Bestemmelsen gjennomfører MiFID artikkel 39 bokstav f), og viderefører gjeldende børslov § 4-6, og utvalgets utkast § 2-18. Bestemmelsen er nærmere omtalt under punkt 9.3.5.

Til § 22 Generelle krav til virksomheten

Bestemmelsen viderefører i hovedsak børsloven § 5-1 og § 6-4, og følger opp utvalgets utkast § 2-19. Det er foretatt noen mindre språklige endringer i første og tredje ledd.

Til § 23 Virksomhetsbegrensninger

Bestemmelsen viderefører børsloven § 5-2 jf. § 6-5, og følger opp utvalgets utkast § 2-20. Det er foretatt noen mindre språklige endringer i første ledd.

Til § 24 Opptak til og handel av finansielle instrumenter mv.

Bestemmelsen gjennomfører MiFID artikkel 40, og er nærmere omtalt under punkt 10.1.5. Bestemmelsen er noe endret i forhold til utvalgets utkast § 2-21.

Første ledd gjennomfører MiFID artikkel 40 nr. 1 første ledd, og krever at regulert marked skal ha regler om opptak av finansielle instrumenter til handel. MiFID krever at slike regler skal være «clear and transparent». Det er ikke lagt opp til at et slikt krav om klarhet/tydelighet skal presiseres i den norske lovteksten, men det legges til grunn at et slikt krav må innfortolkes i bestemmelsen.

Rammene for markedets regler etter første ledd, følger av *annet ledd*. Bestemmelsen vil gjennomføre MiFID artikkel 40 nr. 1 annet ledd (første punktum) og nr. 2 (annet punktum). Første punktum fastsetter at reglene skal sørge for at finansielle instrumenter kan handles på en redelig, velordnet og effektiv måte. I tillegg skal reglene sørge for at omsettelige verdipapirer (slik de er definert i forslag til ny verdipapirhandellov § 2-2 første ledd nr. 1, jf. annet ledd) er fritt omsettelige. Når det gjelder opptak til handel av derivater, følger det av annet punktum at reglene skal sørge for at derivatkontraktene er utformet på en slik måte at de legger til rette for en velordnet prisdannelse og effektive oppgjørsbetingelser. Derivater er definert i forslag til ny verdipapirhandellov § 2-2 første ledd nr. 4, jf. femte ledd.

Tredje ledd pålegger regulert marked å være innrettet slik at det påser at utstederne av omsettelige verdipapirer (som er tatt opp til handel på det regulerte markedet), oppfyller verdipapirhandellovens regler om rapportering og prospektplikt (forslag til ny verdipapirhandellov kapittel 5 og 7).

Bestemmelsen gjennomfører MiFID artikkel 40 nr. 3 første ledd. Opplysninger som skal gis i henhold til de nevnte bestemmelsene i verdipapirhandelloven skal offentliggjøres i markedet, og *fjerde ledd* pålegger det regulerte markedet å være innrettet slik at det letter medlemmenes tilgang til disse opplysningene. Jf. MiFID artikkel 40 nr. 3 annet ledd. Regler om medlemskap på regulert marked følger av § 26, jf. omtale nedenfor.

Regulert marked skal videre være innrettet slik at det påser at vilkårene for opptak til handel oppfylles, jf. *femte ledd*. Bestemmelsen gjennomfører MiFID artikkel 40 nr. 4.

Sjette ledd inneholder en bestemmelse om at omsettelige verdipapirer i visse tilfeller kan opptas til handel uten utsteders samtykke. Bestemmelsen vil gjennomføre MiFID artikkel 40 nr. 5. Slikt opptak kan finne sted der omsettelige verdipapirer allerede er tatt opp til handel på et annet regulert marked. Det er en forutsetning at reglene om prospekt i forslag til ny verdipapirhandellov kapittel 7 oppfylles. Utstederen pålegges i disse tilfellene ikke informasjonsforpliktelser som følge av opptaket. Det regulerte markedet skal gi melding til utsteder om at opptaket finner sted.

Syvende ledd første punktum viderefører gjeldende børslov § 5-7 om opplysningsplikt overfor det regulerte markedet. Henvisningen til børs og autorisert markeds plass er erstattet med en henvisning til regulert marked. *Annet punktum* utvider opplysningsplikten til også å gjelde «annen person» som har søkt om opptak til handel av finansielle instrumenter, dvs. der andre enn utsteder har søkt om opptak. Det vises til tilsvarende bestemmelse i § 26 syvende ledd.

Åttende ledd gir hjemmel til å fastsette nærmere regler i forskrift om opptak av finansielle instrumenter til handel. Forskriftskompetansen er lagt til departementet. Det vises for øvrig til at det i gjennomføringsforordningens del V er nærmere regler om opptak til handel på regulert marked. Disse reglene vil kunne fastsettes i forskrift med hjemmel i denne bestemmelsen. Det er presisert at kompetansen også omfatter en adgang til å gi nærmere regler om utsteders rettigheter og plikter som følge av opptaket. Presiseringen er ment å klargjøre at departementet kan fastsette lignende eller tilsvarende regler som i børsforskriften om utsteders og medlemmers rettigheter og plikter. Dette er nærmere omtalt ovenfor under pkt. 10.1.5.

Til § 25 Suspensjon og strykning av finansielle instrumenter

Bestemmelsen gjennomfører MiFID artikkel 41 nr. 1 og art. 50 nr. 1 bokstav j) og k) og er nærmere

omtalt under punkt 10.2.5 og 12.4.9. Bestemmelsen erstatter gjeldende børslov §§ 5-8 og 5-9. Det vises til utvalgets utkast § 2-22.

Etter *første ledd* kan regulert marked suspendere eller stryke et finansielt instrument hvis vilkårene for opptak ikke lenger er oppfylt, eller særlig grunner for øvrig tilsier det. I *første ledd annet punktum* er det fastsatt at suspensjon eller stryking likevel ikke kan skje dersom det kan ventes å føre til vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller markedets oppgaver og funksjon. Bestemmelsen gjennomfører MiFID art. 41 nr.1.

I *annet ledd* er det regler om offentliggjøring og meddelelse til Kredittilsynet.

Tredje ledd inneholder regler om Kredittilsynets adgang til å beslutte at regulert marked skal suspendere eller stryke et finansielt instrument. Bestemmelsen gjennomfører MiFID art. 50 nr. 1 bokstav j) og k).

I *fjerde ledd* er det hjemmel for departementet til å gi nærmere regler om suspensjon og stryking gjennom forskrift.

Til § 26 Medlemskap i regulert marked

Bestemmelsen gjennomfører MiFID artikkel 42, og er omtalt ovenfor under punkt 10.3.5. Bestemmelsen følger opp utvalgets utkast § 2-23.

Første ledd pålegger regulert marked å ha ikke-diskriminerende regler om medlemskap og tilgang til markedet. Reglene skal være basert på objektive kriterier. Bestemmelsen gjennomfører MiFID artikkel 42 nr. 1.

MiFID artikkel 42 nr. 2 gjennomføres i *annet ledd*. Denne bestemmelsen angir innholdet i reglene etter første ledd hva angår medlemmets forpliktelser. *Bokstav a) til e)* tilsvarer MiFID artikkel 42 nr. 2 bokstav a) til e). Reglene skal i henhold til disse bestemmelsene beskrive medlemmets forpliktelser som følger av reguleringen av virksomheten til det regulerte markedet (*a*), markedets handelsregler (*b*), profesjonelle standarder for ansatte i verdipapirforetak eller kredittinstitusjoner som deltar på markedet (*c*), vilkårene som gjelder for medlemmer som ikke er verdipapirforetak eller kredittinstitusjoner (*d*) (fysiske personer, jf. tredje ledd) og regler og prosedyrer for oppgjør av transaksjoner som gjelder på markedet (*e*).

Tredje ledd fastsetter at regulert marked kan oppta verdipapirforetak og kredittinstitusjoner som medlemmer. Gjeldende børslov § 5-4 annet ledd er videreført i *annet punktum*, som angir at medlemmet skal ha en forsvarlig kapital, formålstjenlig organisasjon, tilstrekkelige tekniske systemer og for øvrig anses skikket til å delta i handelen, i forhold til de forpliktelser som medlemska-

pet innebærer. Disse «egnethetskravene» gjelder for verdipapirforetak og kredittinstitusjoner, da egnethetskravene til eventuelle andre juridiske og fysiske personer reguleres i bokstav a til d i tredje punktum jf. omtalen nedenfor. Det åpnes også for at markedet kan oppta andre juridiske og fysiske personer som medlem. I så fall stilles det enkelte nærmere krav om at personen må anses egnet, ha tilstrekkelig kompetanse knyttet til handel og transaksjoner, tilstrekkelige organisatoriske foranstaltninger og nødvendige finansielle ressurser i forhold til den stillingen de legger opp til å ha i markedet. Denne bestemmelsen gjennomfører MiFID artikkel 42 nr. 3, herunder bokstavene a) til d).

Fjerde ledd gjennomfører MiFID artikkel 42 nr. 4 som regulerer forholdet mellom medlemmer på regulert marked når det sluttet transaksjoner på det regulerte markedet mellom disse. Det følger av bestemmelsen at forslaget til ny verdipapirhandellov §§ 10-11 (god forretningsskikk), 10-12 (beste resultat ved utførelse av ordre) og 10-13 (håndtering av kundeordre) ikke skal gjelde i slike tilfeller. Det presiseres imidlertid at de nevnte bestemmelsene uansett skal gjelde overfor medlemmenes kunder. I den forbindelse vises det til omtalen av kategorisering av kunder i pkt. 7.1, samt til forslaget til ny verdipapirhandellov § 10-14 om tjenesteyting overfor kvalifiserte motparter.

Femte ledd pålegger regulert marked å gi EØS-foretak med tillatelse til å yte investeringstjenester (verdipapirforetak hjemmehørende i en annen EØS-stat) adgang til medlemskap på like vilkår som andre medlemmer. Det vises også til første ledd, som pålegger det regulerte markedet å ha ikke-diskriminerende regler om medlemskap. Bestemmelsen gjennomfører MiFID artikkel 42 nr. 5.

Sjette ledd fastsetter at regulert marked skal gi melding til Kredittilsynet hvis det har til hensikt å etablere ordninger i andre EØS-land, som kan lette fjernmedlemmers adgang til og mulighet for å handle på det regulerte markedet. Denne bestemmelsen gjennomfører MiFID artikkel 42 nr. 6 annet ledd første punktum. Kredittilsynet skal på sin side, i henhold til sjette ledd annet punktum, gi disse opplysningene til tilsynsmyndighetene i det aktuelle andre EØS-landet. Fristen for å gi slike opplysninger er en måned. Det vises til MiFID artikkel 42 nr. 6 annet ledd annet punktum.

Syvende ledd regulerer medlemmets opplysningsplikt overfor det regulerte markedet. Opplysningsplikten gjelder også for tillitsvalgte og ansatte hos regulert marked. Disse skal gi regulert mar-

ked de opplysninger som er nødvendige for at det skal kunne oppfylle sine plikter etter loven og annen lovgivning. Det vises til tilsvarende bestemmelse i § 24 syvende ledd og omtalen av denne bestemmelsen ovenfor.

Åttende ledd åpner for at departementet kan gi nærmere regler i forskrift om vilkår for medlemskap og medlemmers forpliktelser. Det vil kunne være aktuelt å videreføre enkelte gjeldende bestemmelser i børsforskriften med hjemmel i denne bestemmelsen, jf. blant annet omtale ovenfor under pkt. 10.1.5.

Til § 27 Markedsovervåkning

Bestemmelsen gjennomfører MiFID artikkel 43 og er nærmere omtalt ovenfor under punkt 10.4.5. Bestemmelsen følger opp utvalgets utkast § 2-24.

Første ledd pålegger regulert marked å etablere effektive ordninger og prosedyrer som sikrer en regelmessig overvåkning av medlemmers etterlevelse av markedets egne regler. Det regulerte markedet skal overvåke transaksjoner som utføres på markedet, med sikte på å avdekke brudd på relevante lover og regler, markedets egne regler og rettstridige handelsforhold. I forhold til utvalgets utkast er det presisert at regulert marked skal overvåke transaksjoner på markedet med sikte på å avdekke brudd på «relevante» lover og regler, i tillegg til markedets egne regler.

Annet ledd pålegger regulert marked en varslingsplikt overfor Kredittilsynet, ved mistanke om vesentlige brudd på relevante lover og regler, markedets egne regler og rettstridige handelsforhold. Det regulerte markedet skal gi melding til Kredittilsynet om slike forhold «umiddelbart».

Bestemmelsen i *tredje ledd* gjør unntak fra verdipapirregisters og oppgjørssentrals taushetsplikt, når det gjelder opplysninger som er nødvendige for at regulert marked skal kunne overholde sine plikter etter første og annet ledd. Verdipapirregister og oppgjørssentral skal gi slike opplysninger til regulert marked uten hinder av taushetsplikt. Det er presisert i annet punktum at opplysningene ikke kan brukes til andre formål. Det vises til at det er gjort unntak for utstederes opplysningsplikt overfor regulert marked i § 24 syvende ledd og § 26 syvende ledd, jf. omtale ovenfor.

Fjerde ledd gir departementet hjemmel til å fastsette nærmere regler i forskrifter, knyttet til markedsovervåkning. Bestemmelsen samler de forskriftshjemlene som utvalget foreslo i utkastet § 2-24 annet og tredje ledd i et eget ledd. Det er ikke materielle endringer i forskriftshjemlene i forhold til utvalgets utkast.

Til § 28 Offentliggjøring av opplysninger om ordre mv.

Bestemmelsen gjennomfører MiFID artikkel 44 og er omtalt under punkt 10.5.5, og følger opp utvalgets utkast § 2-25. Bestemmelsen er viktig i forhold til den kursnoteringen som finner sted, og er derfor av sentral betydning for et effektivt og velfungerende verdipapirmarked.

En tilsvarende bestemmelse om offentliggjøring av opplysninger om *handler* følger av § 29, jf. omtale av denne bestemmelsen nedenfor.

Regulert marked skal etter *første ledd* offentliggjøre kjøps- og salgstilbud i aksjer som legges inn i handelssystemet på markedet. Opplysningene skal offentliggjøres løpende i løpet av handelsdagen. Det følger av tredje punktum at regulert marked skal fastsette utfyllende regler.

Systematiske internaliserere kan etter *annet ledd* gis tilgang til de ordningene som det regulerte markedet benytter for å offentliggjøre opplysningene om ordre etter første ledd. Systematisk internalisering er definert i ny verdipapirhandellov § 2-4 fjerde ledd og regulert i ny verdipapirhandellov § 10-19, jf. omtale av disse bestemmelsene ovenfor.

Utvalgets forslag om å henvise til «rimelige kommersielle vilkår» i første og annet ledd er erstattet med en henvisning til «alminnelige forretningsmessige vilkår». Kravet om offentliggjøring skal bidra til å sikre at aktørene gis tilgang til den informasjonen som offentliggjøres, på vilkår som må anses som forretningsmessig sett alminnelige, blant annet i forhold til pris, tekniske løsninger osv. Det samme kravet gjelder i § 29 om offentliggjøring av opplysninger om handler mv.

Kreditilsynet har adgang til å frita regulert marked fra forpliktelsene etter første ledd, jf. *tredje ledd*. Vilkårene for slikt unntak følger av MiFID artikkel 44 nr. 2, og det er lagt til grunn at nærmere regler om slikt unntak kan fastsettes med hjemmel i forskriftsbestemmelsen i *fjerde ledd*.

Til § 29 Offentliggjøring av opplysninger om handler mv.

Bestemmelsen gjennomfører MiFID artikkel 45 og er omtalt under punkt 10.5.5. Bestemmelsen følger opp utvalgets utkast § 2-26.

Bestemmelsen er viktig i forhold til den kursnoteringen som finner sted, og er derfor av sentral betydning for et effektivt og velfungerende verdipapirmarked.

En tilsvarende bestemmelse om offentliggjøring av opplysninger om *ordre* følger av § 28, jf. omtale av denne bestemmelsen ovenfor.

Regulert marked skal i henhold til *første ledd* offentliggjøre opplysninger om handler i aksjer

opptatt til handel på vedkommende marked. Opplysningene skal offentliggjøres så raskt som mulig etter gjennomføring av transaksjonene. Regulert marked skal fastsette utfyllende regler, jf. tredje punktum.

Systematiske internaliserere kan etter *annet ledd* gis tilgang til de ordningene som det regulerte markedet benytter for å offentliggjøre opplysningene om ordre etter første ledd. Systematisk internalisering er definert i ny verdipapirhandellov § 2-4 fjerde ledd og regulert i ny verdipapirhandellov § 10-19, jf. omtale av disse bestemmelsene ovenfor.

Utvalgets forslag om å henvise til «rimelige kommersielle vilkår» i første og annet ledd er erstattet med en henvisning til «alminnelige forretningsmessige vilkår». Kravet om offentliggjøring skal bidra til å sikre at aktørene gis tilgang til den informasjonen som offentliggjøres, på vilkår som må anses forretningsmessig sett alminnelige i forhold til pris, tekniske løsninger osv. Det samme kravet gjelder i § 28 om offentliggjøring av opplysninger om ordre mv.

Kreditilsynet har adgang til å frita regulert marked fra forpliktelsene etter første ledd, jf. tredje ledd. Vilkårene for slikt unntak følger av MiFID artikkel 45 nr. 2, og det er lagt til grunn at nærmere regler om slikt unntak kan fastsettes med hjemmel i forskriftsbestemmelsen i *fjerde ledd*.

Til § 30 Løpende mulkt

Bestemmelsen viderefører børsloven § 5-13, og følger opp utvalgets utkast § 2-27.

Til § 31 Overtredelsesgebyr

Bestemmelsen viderefører børsloven § 5-12, og følger opp utvalgets utkast § 2-28.

Til § 32 Forvaltningslovens anvendelse på avgjørelser truffet av regulert marked

Bestemmelsen viderefører børsloven § 6-9, og følger opp utvalgets utkast § 2-29. Utvalget synes å ha utelatt henvisningen til prospektreglene i verdipapirhandelloven i sitt utkast. Disse er tatt inn i departementets forslag i samsvar med det som også er gjeldende rett.

Til § 33 Tillatelse til å drive virksomhet som børs mv.

Bestemmelsen viderefører børsloven § 3-1 som krever tillatelse for børsvirksomhet, og følger opp utvalgets utkast § 3-1.

Første ledd oppstiller et krav om tillatelse for å drive virksomhet som børs. Det er departementet som gir slik tillatelse. Det vises til § 3 annet ledd som definerer børs som «regulert marked med

særskilt tillatelse etter denne lovs § 33». En børs er således et regulert marked med tillatelse til å drive virksomhet som børs. Børsvirksomhet er underlagt noe strengere regler enn regulerte markeder. Skillet mellom regulert marked og børs er imidlertid mindre etter lovforslaget her enn etter gjeldende rett, jf. også omtale under punkt 9.2.5.

Annet punktum i første ledd forbyr bruken av betegnelsen «børs» for foretak som ikke har tillatelse etter loven, i nærmere angitte tilfeller.

Annet ledd krever at vedtektene og vedtektsendringer skal forelegges departementet for godkjenning. Et tilsvarende krav er ikke gjort gjeldende for regulerte markeder. Departementet er også gitt hjemmel til å gi forskrift om innhold og godkjenning av børsers vedtekter.

Tredje ledd fastsetter at avhendelse av en vesentlig del av virksomheten til børs (dvs. den konsesjonspliktige virksomheten), skal avgjøres av generalforsamlingen. Det er videre et krav at et slikt vedtak skal treffes med flertall som for vedtektsendring.

Til § 34 Opptak til handel av finansielle instrumenter på børs

Bestemmelsen har regler om opptak til handel av finansielle instrumenter på børs, og vil videreføre børsloven § 5-6. Bestemmelsen følger opp utvalgets utkast § 3-2. Begrepet «børsnotering» er endret til «opptak til handel på børs». Dette samsvarer med begrepet «opptak til handel på regulert marked», jf. § 24. Bestemmelsen er for øvrig nærmere omtalt under pkt. 10.1.5.

Bestemmelsen gjennomfører det såkalte «opptaksdirektivet», og er ikke gjennomføring av MiFID-bestemmelser.

Til § 35 Eierbegrensninger

Bestemmelsen viderefører børsloven § 4-1, og følger opp utvalgets utkast § 3-3. Eierbegrensningsregler for børser er nærmere omtalt under punkt 9.3.5.

Bestemmelsen er særnorsk, og motsvares ikke av regler i MiFID. Det er lagt opp til at reglene om eierbegrensning for børser skal evalueres av en arbeidsgruppe, jf. omtale under pkt. 9.3.5.

Til § 36 Stemmerettsbegrensninger

Bestemmelsen viderefører børsloven § 4-2, og følger opp utvalgets utkast § 3-4.

Til § 37 Konsolidering

Bestemmelsen viderefører børsloven § 4-3, og følger opp utvalgets utkast § 3-5.

Til § 38 Kontrollkomité

Bestemmelsen erstatter børsloven § 3-3 om kontrollkomité, og følger opp utvalgets utkast § 3-6. Bestemmelsen er omtalt under punkt 9.3.5.

Gjeldende børslov § 3-3 om kontrollkomité krever blant annet at børs skal ha en kontrollkomité på minst tre medlemmer som er valgt av generalforsamlingen. Denne bestemmelsen erstattes av en forskriftshjemmel som åpner for at det kan gis regler om kontrollkomité dersom utviklingen skulle vise at det er behov for det.

Til § 39 Stans i handel

Bestemmelsen viderefører børsloven § 5-10, og følger opp utvalgets utkast § 3-7.

Til § 40 Forvaltningslovens anvendelse på avgjørelser truffet av børs

Bestemmelsen viderefører børsloven § 5-14, og følger opp utvalgets utkast § 3-8.

Siden gjeldende børslov § 5-5 om opphør og suspensjon av børsmedlemskap ikke videreføres i ny lov (jf. punkt 10.3.5 ovenfor), innsnevres bestemmelsens anvendelsesområde noe sammenlignet med gjeldende rett.

I tillegg er det fastsatt at også de tilfeller der regulert marked ilegger overtredelsesgebyr etter verdipapirhandelloven § 17-4 i medhold av delegert kompetanse, jf. verdipapirhandelloven § 17-4 tredje ledd, omfattes av bestemmelsen.

Til § 41 Oppnevning av klagenemnd og kompetanse mv.

Bestemmelsen regulerer oppnevning av børsklagenemnd og børsklagenemndens kompetanse. Bestemmelsen svarer i det vesentlige til gjeldende børslov § 7-1, og følger opp utvalgets utkast § 3-9. Det vises imidlertid til at nemndens kompetanse er noe innsnevret direkte i medhold av loven i forhold til gjeldende rett, fordi henvisningen til gjeldende § 5-5 (om opphør og suspensjon av børsmedlemskap) ikke videreføres. Dette er en konsekvens av at § 5-5 ikke er foreslått videreført i lovforslaget, jf. nærmere omtale av dette under punkt 10.3.5 ovenfor.

Annet ledd er skrevet om i forhold til gjeldende børslov § 7-1 annet ledd og utvalgets forslag, uten at dette er ment å innebære noen realitetsendring. Den nærmere avgrensningen av Børsklagenemndens kompetanse som voldgiftsrett vil bli gitt i forskrift, tilsvarende det som er systemet i dag. Børsklagenemndens kompetanse som voldgiftsrett vil kunne være aktuell i saker som har en naturlig

sammenheng med den type saker som Børsklagenemnden ellers behandler, og der partene i tvisten har avtalt at Børsklagenemnden skal opptre som voldgiftsrett.

Til § 42 Dekning av klagenemndens utgifter

Bestemmelsen viderefører gjeldende børslov § 7-2, med unntak av en mindre språklig endring i første ledd, jf. utvalgets utkast § 3-10.

Til § 43 Søksmålsadgang

Bestemmelsen viderefører gjeldende børslov § 7-3, jf. utvalgets utkast § 3-11.

Utvalget har ikke foreslått endringer i gjeldende ordning med at søksmål over Børsklagenemndens vedtak rettes mot vedkommende foretak. Departementet foreslår heller ikke endringer i gjeldende ordning nå, slik at gjeldende regler fortsatt vil være slik at søksmål knyttet til Børsklagenemndens vedtak rettes mot vedkommende foretak (vedkommende børs/regulerte marked). Det kan stilles spørsmål om hvem som i fremtiden bør være rett saksøkt for vedtak truffet av Børsklagenemnden, men dette reiser flere viktige praktiske og prinsipielle problemstillinger, som fordrer en nærmere utredning og en høring før eventuelle lovforslag kan fremmes. Departementet vil vurdere om slike prosessuelle forhold bør utredes særskilt. I pkt. 12.6.6 om sanksjoner og andre forvaltningstiltak har departementet varslet at det vil bli foretatt en bredere gjennomgang av sanksjonssystemet i etterkant av Justisdepartementets oppfølging av Sanksjonsutvalgets utredning (NOU 2003: 15). Departementet vil vurdere om det er hensiktsmessig å få utredet spørsmålet om søksmålsadgang i forbindelse med denne oppfølgingen.

Til § 44 Tilsynsmyndighet

Bestemmelsen er en videreføring av gjeldende børslov § 8-1, og følger opp utvalgets utkast § 4-1. Bestemmelsen utpeker Kredittilsynet til tilsynsmyndighet for regulerte markeder, jf. MiFID art. 48 nr. 1. Det vises til nærmere omtale ovenfor under punkt 12.2.5.

Til § 45 Opplysningsplikt overfor Kredittilsynet

Bestemmelsen erstatter gjeldende børslov § 8-2, med visse tilføyelser og endringer sammenlignet med børsloven § 8-2. Bestemmelsen følger opp utvalgets utkast § 4-2.

I *første ledd første punktum* videreføres bestemmelsen om regulerte markeders opplysningsplikt overfor Kredittilsynet fra gjeldende børslov § 8-2 første ledd.

I *første ledd annet punktum* utvidesplikten til å melde fra om og bistå Kredittilsynet sammenlignet med gjeldende rett. Den utvidede opplysningsplikten og plikten til å bistå Kredittilsynet, gjelder ved mistanke om brudd på atferdsreglene i verdipapirhandelloven kapittel 3, samt ved mistanke om ureglementerte markedsforhold og vesentlige brudd på regulert markeds regler. Forslaget går lenger enn utvalgets forslag til § 4-2 første ledd, idet departementets forslag (i tillegg til plikt til bistand og opplysningsplikt) også oppstiller en plikt for regulerte markeder til aktivt å melde fra til Kredittilsynet der det er mistanke om forhold som nevnt ovenfor. Bestemmelsen er en gjennomføring av MiFID art. 43 nr. 2. Det vises til nærmere omtale ovenfor i pkt. 12.8.5.

Første ledd tredje punktum er ny sammenlignet med gjeldende børslov § 8-2. Bestemmelsen er ment å være en kodifisering av gjeldende rett/praksis, slik at det nå fremgår uttrykkelig av loven at opplysninger og bistand etter § 45 skal gis uten kostnad for Kredittilsynet. Det vises til nærmere omtale av dette i pkt. 12.8.5.

Annet ledd viderefører gjeldende børslov § 8-2 annet ledd.

Tredje ledd er en videreføring av gjeldende børslov § 8-2 tredje ledd.

Til § 46 Innskrenking av Kredittilsynets taushetsplikt

Bestemmelsen viderefører gjeldende børslov § 8-3, og følger opp utvalgets utkast § 4-3.

Til § 47 Pålegg fra Kredittilsynet

Første ledd er en videreføring av gjeldende børslov § 8-4 første ledd, men slik at «børs eller autorisert markeds plass» i *første punktum* er endret til «regulert marked», og henvisningen til bestemmelsen om vandel og erfaring i *annet punktum* er oppdatert i samsvar med ny lov.

Annet ledd viderefører gjeldende børslov § 8-4 annet ledd, med oppdaterte henvisninger.

Tredje ledd er ny sammenlignet med gjeldende børslov og utvalgets utkast. Bestemmelsen innebærer, sammen med vphl. § 15-7 sjette ledd, en gjennomføring av MiFID art. 50 nr. 2 bokstav e), g) og i). Bestemmelsen er en generell påleggshjemmel for stans av handlinger eller virksomhet som er i strid med lov om regulerte markeder og forskrifter gitt i medhold av loven. Bestemmelsen skal sikre at Kredittilsynet har hjemmel til å kreve opphør av handlinger som er i strid med loven og forskrifter gitt i medhold av loven. Det vises til nærmere omtale ovenfor under punkt 12.4.8.

Bestemmelsen følger opp utvalgets utkast § 4-4.

Til § 48 Straff

Bestemmelsen er en videreføring av gjeldende straffebestemmelse i børsloven § 9-1, med oppdaterte henvisninger til hvilke underliggende bestemmelser som er sanksjonert med straff i samsvar med den nye loven. Bestemmelsen følger opp utvalgets utkast § 4-5. Det er foretatt noen språklige endringer i tredje ledd, som ikke innebærer materielle endringer.

Til § 49 Ikrafttredelse

Bestemmelsen fastsetter at loven trer i kraft fra den tid departementet bestemmer, og at departementet kan bestemme at loven trer i kraft til forskjellig tid. Bestemmelsen følger opp utvalgets utkast § 5-1.

Til § 50 Overgangsregler

Første ledd fastsetter at eksisterende tillatelser videreføres, men at foretak med slike tillatelser må innrette seg etter lovens og verdipapirhandellovens regler når disse trer i kraft. Bestemmelsen følger opp utvalgets utkast § 5-2.

*Til § 51 Endringer i andre lover**Nr. 1*

Fra ikrafttredelsestidspunktet oppheves gjeldende børslov. Bestemmelsen følger opp utvalgets utkast § 5-3.

Nr. 2

Endringen i lov 16. juni 1989 nr. 53 om eiendoms-megling § 1-1 første ledd nr. 4 innebærer at «børs-noterte» erstattes med «notert på regulert marked» i tråd med forslaget til ny børslov.

Nr. 3

Endringen innebærer at «børsnoterte verdipapirer» i tvangsfullbyrdelsesloven § 1-3 annet ledd tredje punktum erstattes med «verdipapirer som er notert på regulert marked».

Nr. 4

Endringen innebærer at henvisningen til «børs» og «børsloven § 1-3 annet ledd» i skatteloven § 9-11 fjerde ledd bokstav a er endret til henholdsvis «regulert marked» og «lov om regulerte markeder § 3 første ledd» i tråd med forslaget til ny børslov.

Nr. 5

Endringen i SE-loven § 7 annet ledd bokstav e innebærer at henvisningen til gjeldende børslov endres slik at det henvises til forslaget til ny børslov § 7 (om sammenslåing og deling).

Finansdepartementet

t i l r å r :

At Deres Majestet godkjenner og skriver under et framlagt forslag til proposisjon til Stortinget om

- lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven)
- lov om regulerte markeder (børsloven).

Vi HARALD, Norges Konge,

s t a d f e s t e r :

Stortinget blir bedt om å gjøre vedtak til

- lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven)
- lov om regulerte markeder (børsloven)

i samsvar med et vedlagt forslag.

Forslag

til lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven)

Del 1. Formål, virkeområde og definisjoner

Kapittel 1. Formål og virkeområde

§ 1-1. Lovens formål

Lovens formål er å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter.

§ 1-2. Lovens stedlige virkeområde

Loven gjelder for virksomhet i Norge, med mindre noe annet er bestemt. Kongen kan gi forskrift om lovens anvendelse på Svalbard og kontinentalsokkelen og kan fastsette særlige regler under hensyn til de stedlige forhold.

§ 1-3. Lovens anvendelse for verdipapirforetak med begrenset tjenestespekter

Departementet kan i forskrift fastsette at enkelte av lovens bestemmelser ikke skal gjelde for verdipapirforetak som

1. ikke besitter kundemidler, og
2. kun driver investeringsrådgivning og/eller mottak og formidling av ordre i forbindelse med omsettelige verdipapirer og verdipapirfondsandeler, og
3. bare formidler ordre som nevnt i nr. 2 til verdipapirforetak eller kredittinstitusjon med adgang til å yte slike investeringstjenester i Norge, eller til forvaltningsselskap for verdipapirfond med adgang til å drive verdipapirfondsforvaltning i Norge.

§ 1-4. Lovens anvendelse for kredittinstitusjoner

Departementet kan ved forskrift eller enkeltvedtak unnta kredittinstitusjoner fra en eller flere av lovens bestemmelser.

Kapittel 2. Definisjoner

§ 2-1. Investeringsstjenester og tilknyttede tjenester

(1) Med investeringstjenester menes

1. mottak og formidling av ordre på vegne av kunde i forbindelse med et eller flere finansielle instrumenter som definert i § 2-2,

2. utførelse av ordre på vegne av kunde,
3. omsetning av finansielle instrumenter for egen regning,
4. aktiv forvaltning av investorers portefølje av finansielle instrumenter på individuell basis og etter investors fullmakt,
5. investeringsrådgivning som definert i § 2-4 første ledd,
6. plassering av offentlige tilbud som nevnt i kapittel 7, plassering av emisjoner, samt garantistillelse for fulltegning av emisjoner eller tilbud om kjøp av finansielle instrumenter,
7. drift av multilateral handelsfasilitet som definert i § 2-3 fjerde ledd.

(2) Med tilknyttede tjenester menes

1. oppbevaring og forvaltning av finansielle instrumenter,
2. kredittgivning,
3. rådgivning med hensyn til foretaks kapitalstruktur, industrielle strategi og beslektede spørsmål, samt rådgivning og tjenester i forbindelse med fusjoner og oppkjøp av foretak,
4. tjenester i tilknytning til valutavirksomhet når dette skjer i forbindelse med ytelse av investeringstjenester som definert i første ledd,
5. utarbeidelse og formidling av investeringsanbefalinger, finansielle analyser og andre former for generelle anbefalinger vedrørende transaksjoner i finansielle instrumenter,
6. tjenester tilknyttet fulltegningsgaranti,
7. tjenester i tilknytning til underliggende til varederivater og derivater som definert i § 2-2 femte ledd nr. 5, når disse tjenestene har sammenheng med investeringstjenester eller tilknyttede tjenester som nevnt i bestemmelsen her.

(3) Departementet kan gi forskrifter om hva som skal anses som investeringstjenester og tilknyttede tjenester etter første og annet ledd.

§ 2-2. Finansielle instrumenter

(1) Med finansielle instrumenter menes:

1. omsettelige verdipapirer,
2. verdipapirfondsandeler,

3. pengemarkedsinstrumenter,
4. derivater.

(2) Med omsettelige verdipapirer menes de klasser av verdipapirer som kan omsettes på kapitalmarkedet, herunder:

1. aksjer og andre verdipapirer som kan sidestilles med aksjer, samt depotbevis for slike,
2. obligasjoner og andre gjeldsinstrumenter, samt depotbevis for slike,
3. alle andre verdipapirer som gir rett til å erverve eller selge slike omsettelige verdipapirer eller som gir rett til kontant oppgjør.

(3) Med verdipapirfondsandeler menes andeler i fond som nevnt i verdipapirfondloven § 1-2 første ledd nr. 1 og verdipapirer som kan sidestilles med slike andeler.

(4) Med pengemarkedsinstrumenter menes de klasser av instrumenter som normalt omsettes i pengemarkedet, slik som sertifikater og innskuddsbevis, med unntak av betalingsmidler.

(5) Med derivater menes:

1. opsjoner, terminer, bytteavtaler (swaps), fremtidige renteavtaler (FRA), samt alle andre avledede kontrakter med fysisk eller finansielt oppgjør som relaterer seg til verdipapirer, valuta, renter, avkastningsmål, andre derivater, finansielle indekser eller finansielle måleenheter,
2. varederivater,
3. kredittderivater,
4. finansielle differansekontrakter,
5. andre instrumenter som ikke ellers omfattes av leddet her, men som har de samme karakteristika som andre avledede finansielle instrumenter.

(6) Departementet kan gi nærmere forskrifter om hva som skal anses som finansielle instrumenter etter bestemmelsen her.

§ 2-3. Verdipapirforetak, kredittinstitusjon, regulert marked og multilateral handelsfasilitet

(1) Med verdipapirforetak menes foretak som yter en eller flere investeringstjenester som definert i § 2-1 på forretningsmessig basis.

(2) Med kredittinstitusjon menes foretak som nevnt i lov av 10. juni 1988 nr. 40 om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner § 1-5 nr. 3.

(3) Med regulert marked menes foretak som nevnt i lov om regulerte markeder § 3 første ledd.

(4) Med multilateral handelsfasilitet menes et multilateralt system der det legges til rette for omsetning av finansielle instrumenter som definert i § 2-2 i samsvar med objektive regler og kravene fastsatt i denne lov med forskrifter.

§ 2-4. Andre definisjoner

(1) Med investeringsrådgivning menes personlig anbefaling til en kunde, på kundens eller verdipapirforetakets initiativ, om en eller flere transaksjoner i forbindelse med bestemte finansielle instrumenter.

(2) Med prisstiller menes person som på kontinuerlig grunnlag tilbyr kjøp eller salg av finansielle instrumenter for egen regning.

(3) Med tilknyttet agent menes fysisk eller juridisk person som på kun ett verdipapirforetaks ansvar og regning, markedsfører investeringstjenester og tilknyttede tjenester, skaffer oppdrag, mottar og formidler ordre i finansielle instrumenter, plasserer finansielle instrumenter eller gir råd om slike finansielle instrumenter eller tjenester, jf. § 10-16.

(4) Med systematisk internaliserer menes verdipapirforetak som på en organisert, regelmessig og systematisk måte handler for egen regning ved å utføre kundeordre utenfor regulert marked eller multilateral handelsfasilitet, jf. § 10-19.

(5) Med betydelig eierandel menes direkte eller indirekte eierandel som representerer minst 10 prosent av aksjekapitalen eller stemmene, eller som på annen måte gjør det mulig å utøve betydelig innflytelse over forvaltningen av selskapet. Like med vedkommende aksjeeiers egne aksjer regnes i denne sammenheng aksjer som eies av aksjeeierens nærstående i henhold til § 2-5.

§ 2-5. Nærstående

Som noens nærstående menes

1. ektefelle eller en person som vedkommende bor sammen med i ekteskapslignende forhold,
2. mindreårige barn til vedkommende selv, samt mindreårige barn til en person som nevnt i nr. 1 som vedkommende bor sammen med,
3. selskap innen samme konsern som vedkommende,
4. selskap hvor vedkommende selv eller noen som er nevnt i nr. 1, 2 eller 5, har slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-3 annet ledd, allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd eller selskapsloven § 1-2 annet ledd,
5. noen som det må antas at vedkommende har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument, herunder samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres.

§ 2-6. Oppgjørsvirksomhet (clearing)

Med oppgjørsvirksomhet menes yrkesmessig virksomhet som består i å tre inn som part eller på

annen måte garantere for oppfyllelse av avtaler som gjelder handel med finansielle instrumenter som nevnt i § 2-2 og forpliktelser vedrørende lån av finansielle instrumenter.

Del 2. Generelle bestemmelser

Kapittel 3. Generelle atferdsbestemmelser

§ 3-1. Anvendelsesområde

(1) Kapittel 3 gjelder for finansielle instrumenter som er eller søkes notert på norsk regulert marked. § 3-9 gjelder også for finansielle instrumenter som ikke er eller søkes notert på norsk regulert marked.

(2) §§ 3-3, 3-4 og 3-7 gjelder tilsvarende for finansielle instrumenter som ikke omfattes av første ledd, så fremt deres verdi avhenger av finansielle instrumenter som nevnt i første ledd.

(3) §§ 3-3, 3-4, 3-7 og 3-8 gjelder tilsvarende for handlinger foretatt i Norge i tilknytning til finansielle instrumenter som er notert på et regulert marked i en annen EØS-stat eller der det er søkt om slik notering. Med regulert marked i første punktum menes marked som definert i direktiv 2004/39/EØF art. 4 nr. 14.

(4) §§ 3-3, 3-4, 3-7 og 3-8 gjelder tilsvarende for finansielle instrumenter som omsettes på norsk multilateral handelsfasilitet.

§ 3-2. Definisjon av innsideinformasjon

(1) Med innsideinformasjon menes presise opplysninger om de finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, og som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet.

(2) Med presise opplysninger menes opplysninger som indikerer at en eller flere omstendigheter eller begivenheter har inntruffet eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe og som er tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning om den mulige påvirkningen av disse omstendighetene eller begivenhetene på kursen til de finansielle instrumentene eller de tilknyttede finansielle instrumentene.

(3) Med opplysninger som er egnet til å påvirke kursen til finansielle instrumenter eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, menes opplysninger som en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning.

(4) Med innsideinformasjon om varederivater menes presise opplysninger som ikke er offentlig

tilgjengelige eller allment kjent og som direkte eller indirekte angår ett eller flere varederivater og som deltakere på markedet der varederivatene omsettes ville forvente å motta i samsvar med det Kredittilsynet anser som akseptert markedspraksis på det aktuelle markedet. Med opplysninger som deltakerne ville forvente å motta, menes opplysninger som normalt gjøres tilgjengelig for deltakere på markedet eller opplysninger som skal offentliggjøres som følge av lov, forskrift eller annen regulering, herunder privatrettslig regulering og praksis på det aktuelle varederivatmarkedet eller det underliggende varemarked. Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om innsideinformasjon i tilknytning til varederivater og akseptert markedspraksis.

§ 3-3. Misbruk av innsideinformasjon

(1) Tegning, kjøp, salg eller bytte av finansielle instrumenter eller tilskyndelse til slike disposisjoner, må ikke direkte eller indirekte foretas for egen eller fremmed regning av noen som har innsideinformasjon.

(2) Første ledd gjelder bare ved misbruk av innsideinformasjon nevnt i § 3-2. Første ledd er ikke til hinder for normal utøvelse av tidligere inngått opsjons- eller terminkontrakt ved kontraktens utløp.

§ 3-4. Taushetsplikt og tilbørlig informasjonshåndtering

(1) Den som har innsideinformasjon må ikke gi slike opplysninger til uvedkommende.

(2) Den som har innsideinformasjon plikter i sin behandling av slike opplysninger å utvise tilbørlig aktsomhet, slik at innsideinformasjonen ikke kommer i uvedkommendes besittelse eller misbrukes. Utsteder av finansielle instrumenter og andre juridiske personer som regelmessig er i besittelse av innsideinformasjon, skal ha rutiner for sikker behandling av innsideinformasjon.

§ 3-5 Liste over personer med tilgang til innsideinformasjon

(1) Utsteder av finansielle instrumenter skal sørge for at det føres en liste over personer som gis tilgang til innsideinformasjon. Dersom en person som gis tilgang til innsideinformasjon er en juridisk person, skal listen omfatte dennes ansatte, tilitsvalgte, medhjelpere mv. som gis tilgang til informasjonen.

(2) Listen skal oppdateres fortløpende og inneholde opplysninger om identiteten til personene med tilgang til innsideinformasjonen, dato og klok-

keslett personene fikk tilgang til slik informasjon, funksjonen til personene, årsaken til at personene er på listen og dato for nedtegnning og endring av listen. Listen skal oppbevares på betryggende vis i minst 5 år etter utarbeidelse eller oppdatering, og oversendes Kredittilsynet på forespørsel.

(3) Utsteder av finansielle instrumenter skal sørge for at personer som gis tilgang til innsideinformasjon er kjent med de plikter og ansvar dette innebærer, samt straffeansvaret som er forbundet med misbruk eller uberettiget distribusjon av slike opplysninger. Utsteder av finansielle instrumenter skal kunne dokumentere overfor Kredittilsynet at personer som gis tilgang til innsideinformasjon er kjent med sine plikter etter første punktum.

§ 3-6. Undersøkelsesplikt

(1) Før styremedlem, ledende ansatt, medlem av kontrollkomité eller revisor tilknyttet utstederforetaket foretar eller tilskynder til tegning, kjøp, salg eller bytte av finansielle instrumenter som er utstedt av foretaket, skal vedkommende foreta en forsvarlig undersøkelse av om det foreligger opplysninger som nevnt i § 3-2 om de finansielle instrumentene eller utstederen av disse i foretaket. Første punktum gjelder tilsvarende for varamedlem, observatør, styresekretær og direksjonssekretær til styret i utstederforetaket. Første punktum gjelder tilsvarende for ledende ansatt og styremedlem i foretak i samme konsern som normalt kan antas å få tilgang til innsideinformasjon.

(2) Undersøkelsesplikten gjelder også ved inngåelse, kjøp, salg eller bytte av opsjons- eller terminkontrakt eller tilsvarende rettigheter knyttet til finansielle instrumenter utstedt av foretaket samt ved tilskyndelse til slike disposisjoner.

§ 3-7. Rådgivningsforbud

Den som har innsideinformasjon skal ikke gi råd om handel med finansielle instrumenter som innsideinformasjonen vedrører.

§ 3-8. Markedsmanipulasjon

(1) Ingen må foreta markedsmanipulasjon i tilknytning til finansielle instrumenter.

(2) Med markedsmanipulasjon menes:

1. transaksjoner eller handelsordre som gir eller er egnet til å gi falske, uriktige eller villedende signaler om tilbudet, etterspørselen eller prisen på finansielle instrumenter, eller som sikrer at kursen på et eller flere finansielle instrumenter ligger på et unormalt eller kunstig nivå, med mindre den eller de personer som har inngått transaksjonene eller inngitt handelsordrene,

godtgjør at begrunnelsen er å regne som legitim og at transaksjonen eller handelsordren er i overensstemmelse med atferd som Kredittilsynet har akseptert som markedspraksis på det aktuelle markedet, eller

2. transaksjoner som inngås eller handelsordre som inngis i tilknytning til enhver form for villedende atferd, eller
3. utbredelse av opplysninger gjennom media, herunder via Internett, eller ved enhver annen metode, når opplysningene gir eller er egnet til å gi falske, uriktige eller villedende signaler om finansielle instrumenter, herunder utbredelse av rykter og nyheter, når personen som har utbredt opplysningene visste eller burde ha visst at opplysningene var falske, uriktige eller villedende. Når en journalist i sin yrkesmessige aktivitet utbrer slike opplysninger, skal forholdet vurderes under hensyn til de regler som gjelder for deres yrkesgruppe, med mindre personen direkte eller indirekte oppnår fordeler eller fortjeneste av utbredelsen.

(3) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om markedsmanipulasjon og akseptert markedspraksis.

§ 3-9. Forbud mot urimelige forretningsmetoder

(1) Ingen må benytte urimelige forretningsmetoder ved handel i finansielle instrumenter.

(2) God forretningsskikk skal iakttas ved henvendelser som rettes til allmennheten eller til enkeltpersoner og som inneholder tilbud eller oppfordring til å fremsette tilbud om kjøp, salg eller tegning av finansielle instrumenter eller som ellers har til formål å fremme handel i finansielle instrumenter.

§ 3-10. Investeringsanbefalinger mv.

(1) Den som utarbeider eller formidler informasjon som anbefaler eller foreslår en investering eller investeringsstrategi vedrørende finansielle instrumenter eller utstederne av slike, og som er ment for distribusjon eller allmennheten, skal utvise tilbørlig aktsomhet for å sikre at informasjonen som presenteres er korrekt og skal på en klar og tydelig måte opplyse om eventuelle egne interesser og interessekonflikter som knytter seg til instrumentene eller utstederne.

(2) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om utarbeidelse og formidling av informasjon som nevnt i første ledd. Departementet kan uten hensyn til første ledd fastsette særlige regler om muntlige investeringsanbefalinger.

(3) Reglene i eller i medhold av bestemmelsen her skal ikke gjelde for presse som er underlagt tilfredsstillende selvregulering.

§ 3-11. Rapporteringsplikt

(1) Den som på forretningsmessig basis gjennomfører eller tilrettelegger transaksjoner i finansielle instrumenter, skal straks rapportere til Kredittilsynet hvis det foreligger rimelig grunn til mistanke om innsidehandel eller markedsmanipulasjon i tilknytning til slike transaksjoner. Departementet kan i forskrift bestemme at første punktum bare skal gjelde verdipapirforetak og kredittinstitusjoner.

(2) Den som rapporterer etter første ledd, skal ikke informere noen andre om at melding er eller vil bli inngitt.

(3) Opplysninger som i god tro meddeles Kredittilsynet etter første ledd, er ikke brudd på noen form for taushetsplikt og gir ikke grunnlag for erstatning eller straff.

(4) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om oversendelse av opplysninger til Kredittilsynet og om rapportering etter denne bestemmelsen.

§ 3-12. Tilbakekjøpsprogrammer og kursstabilisering

(1) Forbudet mot markedsmanipulasjon i § 3-8 gjelder ikke for tilbakekjøpsprogrammer og kursstabilisering som gjennomføres i overensstemmelse med regler i medhold av annet ledd.

(2) EØS-avtalen vedlegg IX nr. 29 (forordning (EF) nr. 2273/2003) om tilbakekjøpsprogrammer og stabilisering av finansielle instrumenter gjelder som lov med de tilpasninger som følger av vedlegg IX, protokoll 1 til avtalen og avtalen for øvrig.

(3) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om kontroll med tilbakekjøpsprogrammer og kursstabilisering.

§ 3-13. Unntak for disposisjoner foretatt av EØS-stat, sentralbank mv.

Bestemmelsene i dette kapitlet gjelder ikke disposisjoner foretatt av eller på vegne av en EØS-stat, Den Europeiske Sentralbank, sentralbank i EØS-stat eller annet myndighetsorgan i slike stater når disposisjonen er et ledd i en EØS-stats penge- eller valutapolitikk eller styring av offentlig gjeld.

Kapittel 4. Meldeplikt

§ 4-1. Primærinnsideres meldeplikt

(1) Personer som nevnt i § 3-6 første ledd skal straks gi norsk regulert marked hvor aksjene er

notert, melding om kjøp, salg, bytte eller tegning av aksjer utstedt av selskapet eller av selskaper i samme konsern. Det samme gjelder for selskapets handel med egne aksjer og aksjer i selskaper i samme konsern. Foretak som eier børsnoterte aksjer i et annet foretak eller aksjer i et annet foretak som er notert på regulert marked, og som på grunn av eierskapet er representert i vedkommende foretaks styre, må gi melding ved handel i slike aksjer. Meldingen skal sendes senest innen åpningen av regulert marked dagen etter at kjøp, salg, bytte eller tegning har funnet sted.

(2) Meldeplikten gjelder også lån som nevnt i aksjeloven § 11-1 og allmennaksjeloven § 11-1, inngåelse, bytte, kjøp, eller salg av tegningsretter, opsjoner og tilsvarende rettigheter knyttet til aksjer som nevnt i første ledd.

(3) Meldeplikten omfatter også slik handel som gjelder vedkommendes nærstående som nevnt i § 2-5 nr. 1, 2 og 4.

(4) Selskapet skal uten ugrunnet opphold sende en ajourført oversikt over personer som nevnt i første ledd til vedkommende regulerte marked. Meldingen skal inneholde den meldepliktiges navn, personnummer eller lignende identifikasjonsnummer, adresse, type tillitsverv eller stilling i selskapet og eventuell øvrig arbeidsstilling.

(5) Meldepliktige etter første ledd skal uten ugrunnet opphold sende vedkommende regulerte marked en ajourført oversikt over personer og selskaper som nevnt i tredje ledd dersom disse innehar finansielle instrumenter som nevnt i første og annet ledd. Meldingen skal inneholde personnummer, organisasjonsnummer eller lignende identifikasjonsnummer.

(6) Denne paragraf gjelder tilsvarende for grunnfondsbevis.

§ 4-2. Flagging av erverv av større aksjeposter, rettigheter til aksjer og stemmerettigheter

(1) Denne paragrafen gjelder for aksjer opptatt til handel på regulert marked i en utsteder med Norge som hjemstat. Norge skal anses som hjemstat for utstedere som nevnt i § 5-4 annet til fjerde ledd. Der Norge er vertsstat for en utsteder, gjelder hjemstatens lovgivning for så vidt gjelder forholdene regulert i denne bestemmelse og § 4-3 annet til fjerde ledd, jf. § 5-4 femte ledd.

(2) Hvis en aksjeeier eller annen persons andel av aksjer og/eller rettigheter til aksjer når opp til, overstiger eller faller under 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 1/3, 50 %, 2/3 og 90 % av aksjekapitalen eller en tilsvarende andel av stemmene som følge av erverv, avhendelse eller annen omstendighet,

skal vedkommende gi melding til utstederen og til Kredittilsynet eller den Kredittilsynet utpeker.

(3) Like med aksjer og/eller rettigheter til aksjer regnes stemmerettigheter til aksjer som kan utøves med grunnlag i:

1. avtale etter lov om finansiell sikkerhetsstillelse §§ 3 og 4, såfremt sikkerhetshaver overfor sikkerhetsstiller erklærer at han har til hensikt å stemme for aksjene,
2. fullmakt hvor det ikke foreligger instruks fra aksjeeieren, og
3. avtale etter allmennaksjeloven § 4-2.

(4) Innlån av aksjer og tilbakelevering av aksjer til utlåner skal regnes som erverv og avhendelse i forhold til denne paragraf.

(5) Som rettighet til aksjer regnes i denne paragraf lån som nevnt i aksjeloven § 11-1 og allmennaksjeloven § 11-1, tegningsretter, opsjoner på kjøp av aksjer og tilsvarende rettigheter.

(6) Like med vedkommendes egne aksjer, rettigheter til aksjer eller stemmerettigheter som nevnt i tredje ledd, regnes

1. aksjer eller rettigheter til aksjer som eies eller erverves eller avhendes av nærstående som nevnt i § 2-5, og
2. stemmerettigheter til aksjer som nevnt i tredje ledd som innehas av eller overføres til nærstående som nevnt i § 2-5 eller ved opphør av slike rettigheter.

(7) Melding etter denne paragraf 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 annet ledd.

(8) Denne paragrafen og forskrifter fastsatt i medhold av denne paragrafen gjelder tilsvarende for grunnfondsbevis. Bestemmelsene i denne paragrafen gjelder ikke for handler foretatt av EØS-sentralbank og Den europeiske sentralbank i en kortvarig periode under forutsetning av at aksjenes stemmerett ikke benyttes.

(9) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om flagging, herunder bestemmelser om

- a) annen omstendighet som nevnt i andre ledd,
- b) at denne paragraf skal gjelde for stemmerettigheter til aksjer som ikke omfattes av tredje ledd nr. 1 til 3 og
- c) konsolidering av eierandeler.

(10) Departementet kan i forskrift fastsette unntak fra reglene i denne paragraf.

§ 4-3. Krav til melding

(1) Melding etter § 4-1 første til tredje ledd skal inneholde opplysninger om:

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

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

(3) Kredittilsynet eller den Kredittilsynet utpeker skal offentliggjøre meldinger som nevnt i denne bestemmelse på en måte som angitt i § 5-12. Vedkommende regulerte marked kan utarbeide og offentliggjøre oversikter som inneholder den meldepliktiges navn, type tillitsverv eller stilling i selskapet og eventuell øvrig arbeidsstilling, den enkelte meldepliktige handel samt samlet beholdning for personer og selskaper som nevnt i § 4-1 første og tredje ledd.

(4) Melding etter § 4-2 annet ledd kan gis på norsk eller engelsk.

Kapittel 5. Løpende og periodisk informasjonsplikt, offentliggjøring mv.

I. Løpende informasjonsplikt

§ 5-1. Virkeområde

§§ 5-2 og 5-3 gjelder for utstedere hvis finansielle instrumenter er eller er søkt opptatt til handel på norsk regulert marked.

§ 5-2. Informasjonspliktens innhold

(1) Utsteder skal uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår utsteder, jf. § 3-2 første til tredje ledd.

(2) Opplysninger som nevnt i første ledd skal offentliggjøres etter § 5-12. Opplysningene skal i tillegg gjøres tilgjengelige på utstедers internett-side etter at offentliggjøring har funnet sted.

(3) Utsteder må ikke kombinere offentliggjøring av opplysninger som nevnt i første ledd med sin markedsføring på en måte som er egnet til å villede.

(4) Opplysninger som skal meddeles eller offentliggjøres som følge av opptak til handel ved andre regulerte markeder, skal sendes det regulerte markedet skriftlig for offentliggjøring i henhold til § 5-12 senest samtidig med at melding sendes til annet regulert marked eller opplysningene offentliggjøres på annen måte.

§ 5-3. Utsatt offentliggjøring mv.

(1) Utsteder kan utsette offentliggjøring av opplysninger som nevnt i § 5-2 første ledd for ikke å skade sine legitime interesser, forutsatt at allmennheten ikke villedes av utsettelsen og opplysningene behandles konfidensielt, jf. § 3-4.

(2) Legitime interesser som nevnt i første ledd kan typisk relatere seg til:

1. Pågående forhandlinger og tilhørende omstendigheter hvor resultat eller normal gjennomføring må forventes å bli påvirket av offentliggjøring. I særdeleshet der utsteders finansielle situasjon er alvorlig og umiddelbart truet uten at det er besluttet å begjære gjeldsforhandling eller at utsteder er insolvent, kan offentliggjøring utsettes for en begrenset periode, dersom offentliggjøring vil skade eksisterende og potensielle aksjeeiere eller långiveres interesser ved å undergrave utfallet av spesifikke forhandlinger som skal sikre utsteders langsiktige finansielle situasjon.
2. Beslutninger eller kontrakter som krever godkjenning av et annet selskapsorgan for å tre i kraft som følge av utsteders organisering, forutsatt at offentliggjøring av den ikke endelige beslutningen eller kontrakten sammen med opplysning om at endelig godkjenning ennå mangler, vil kunne villege allmennhetens korrekte vurdering av forholdet.

(3) Dersom regulert marked anmoder om det, skal utsteder umiddelbart sende kopi av liste som nevnt i § 3-5 til vedkommende regulerte marked.

(4) Dersom utsteder har grunn til å tro at opplysninger som nevnt i første ledd er kjent for eller er i ferd med å bli kjent for uvedkommende, skal utsteder uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre opplysningene i henhold til § 5-12.

II. Periodisk informasjonsplikt mv.

§ 5-4. Virkeområde

(1) §§ 5-5 til 5-11 gjelder for utstedere med Norge som hjemstat hvis omsettelige verdipapirer er opptatt til handel på regulert marked.

(2) Norge er hjemstat for utsteder fra EØS som har forretningskontor her, dersom utsteder

1. har utstedt aksjer, eller
2. har utstedt gjeldsinstrumenter hvis pålydende verdi per enhet er mindre enn 1000 euro, eller tilsvarende verdi i annen valuta.

(3) Norge er hjemstat for utsteder fra land utenfor EØS som er forpliktet til å registrere opplysninger i medhold av § 5-11 første ledd.

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

(5) Norge er vertsstat for utsteder med annet EØS-land som hjemstat hvis omsettelige verdipapirer er opptatt til handel på norsk regulert marked. Utstedere med Norge som vertsstat skal følge hjemstatens lovgivning for så vidt gjelder forholdene regulert i §§ 5-5 til 5-11.

(6) §§ 5-5 til 5-11 gjelder ikke for stat, regional eller lokal myndighet i stat, internasjonalt offentlig organ eller organisasjon som minst en EØS-stat er medlem i, EØS-sentralbank og Den europeiske sentralbank. §§ 5-5 til 5-11 gjelder heller ikke for utsteder som bare utsteder gjeldsinstrumenter hvis pålydende er minst 50 000 euro eller tilsvarende beløp i annen valuta, eller for utstedere av verdipapirfond. Departementet kan i forskrift gjøre ytterligere unntak fra §§ 5-5 til 5-11, samt gi regler om lovens anvendelse for verdipapirfond.

(7) Dersom ikke annet fremgår av den enkelte bestemmelse, gjelder §§ 5-5 til 5-14 og regler fastsatt i medhold av disse bestemmelsene tilsvarende for grunnfondsbevis så langt de passer.

(8) Departementet kan fastsette nærmere bestemmelser om virkeområde i forskrift, herunder regler om offentliggjøring av valg av hjemstat etter fjerde ledd.

§ 5-5. Årsrapport

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

(2) Årsrapporten skal omfatte:

1. revidert årsregnskap,
2. årsberetning, og
3. erklæring fra de personene som er ansvarlige hos utstederen, med tydelig angivelse av navn og stillingsbetegnelse, om at
 - a) årsregnskapet, etter deres beste overbevisning, er utarbeidet i samsvar med gjeldende regnskapsstandarter og at opplysningene i regnskapet gir et rettviseende bilde av foreta-

kets og konsernets eiendeler, gjeld, finansielle stilling og resultat som helhet, samt at

- b) årsberetningen gir en rettvise oversikt over utviklingen, resultatet og stillingen til foretaket og konsernet, sammen med en beskrivelse av de mest sentrale risiko- og usikkerhetsfaktorer foretakene står overfor.

(3) Dersom utstederen skal utarbeide konsernregnskap etter regnskapsloven § 3-2 tredje ledd, etter nasjonale regler som gjennomfører sjuende rådsdirektiv 83/349/EØF av 13. juni 1983 om konsoliderte regnskaper eller tilsvarende regler i land utenfor EØS, skal det reviderte årsregnskapet bestå av konsernregnskap utarbeidet i samsvar med forordning (EF) nr. 1606/2002, jf. regnskapsloven § 3-9 første og annet ledd. Selskapsregnskapet til morselskapet skal være utarbeidet i samsvar med nasjonal lovgivning i den EØS-staten der hovedforetaket har sitt forretningskontor. Dersom det ikke kreves at utstederen skal utarbeide konsernregnskap, skal det reviderte årsregnskapet bestå av regnskap utarbeidet i samsvar med nasjonal lovgivning i medlemsstaten der utstederen har sitt forretningskontor.

(4) Årsregnskapet skal revideres i medhold av lov om revisjon og revisorer, etter nasjonale regler som gjennomfører artikkel 51 og 51 a i fjerde rådsdirektiv 78/660/EØF av 25. juli 1978 om årsregnskapene for visse selskapsformer eller tilsvarende regler i land utenfor EØS og, dersom det kreves at utstederen utarbeider konsernregnskap, i samsvar med nasjonale regler som gjennomfører artikkel 37 i direktiv 83/349/EØF, eller tilsvarende regler i land utenfor EØS. Revisjonsberetningen undertegnet av de personene som er ansvarlig for revisjon av regnskapene skal offentliggjøres i sin helhet sammen med årsrapporten.

(5) Har revisor funnet at regnskapet ikke bør fastsettes slik det foreligger, eller har revisor gitt merknader, presiseringer eller tatt forbehold i revisjonsberetningen, skal melding om dette sendes Kredittilsynet og vedkommende regulerte marked så snart revisjonsberetningen er mottatt av utsteder.

(6) Årsberetningen skal utarbeides etter regnskapsloven § 3-3a, etter nasjonal lovgivning som gjennomfører artikkel 46 i direktiv 78/660/EØF eller tilsvarende regler i land utenfor EØS og, dersom det kreves at utstederen utarbeider konsernregnskap, etter nasjonal lovgivning som gjennomfører artikkel 36 i direktiv 83/349/EØF eller tilsvarende regler i land utenfor EØS.

(7) Dersom bedriftsforsamlingen eller representantskapet har vesentlige innsigelser mot styrets forslag til årsregnskap og årsberetning, eller

generalforsamlingen ikke vedtar årsregnskapet og årsberetningen, skal melding om dette offentliggjøres etter § 5-12 umiddelbart etter at behandlingen er avsluttet.

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

§ 5-6. Halvårsrapport

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

(2) Halvårsrapporten skal inneholde:

1. sammendrag av finansregnskap (halvårsregnskap),
2. halvårsberetning, og
3. erklæringer fra de personene som er ansvarlige hos utstederen, med tydelig angivelse av navn og stillingsbetegnelse, om at
 - a) halvårsregnskapet, etter deres beste overbevisning, er utarbeidet i samsvar med gjeldende regnskapsstandarder og at opplysningene i regnskapet gir et rettvise bilde av foretaket og konsernets eiendeler, gjeld, finansielle stilling og resultat som helhet, samt at
 - b) halvårsberetningen, etter deres beste overbevisning, gir en rettvise oversikt over opplysningene nevnt i fjerde ledd.

(3) Utsteder som er pliktig å utarbeide konsernregnskap etter regnskapsloven § 3-9 første og annet ledd, etter nasjonal lovgivning som gjennomfører forordning (EF) nr. 1606/2002 eller tilsvarende regler i land utenfor EØS, skal ved utarbeiding av halvårsregnskapet benytte den internasjonale regnskapsstandard for delårsregnskaper. Dersom utsteder ikke er forpliktet til å utarbeide konsernregnskap, skal halvårsregnskapet minst inneholde sammenfattede balansetall, sammenfattede tall over inntekt og tap og forklarende noter vedrørende disse tallene. Ved utarbeidelsen av halvårsregnskapet skal utsteder benytte samme krav til prinsippanvendelse for innregning og måling som ved utarbeidelse av årsregnskapet.

(4) Halvårsberetningen skal minst inneholde opplysninger om viktige begivenheter i regnskapsperioden og deres innflytelse på halvårsregnskapet. Det skal i tillegg gis en beskrivelse av de mest sentrale risiko- og usikkerhetsfaktorer virksomheten står overfor i neste regnskapsperiode. For

aksjeutstedere skal halvårsberetningen inneholde en beskrivelse av nærståendes vesentlige transaksjoner.

(5) Er det avgitt revisjonsberetning eller uttalelse om begrenset revisjon til halvårsrapporten, skal denne offentliggjøres etter § 5-12 sammen med halvårsrapporten. Er det ikke avgitt revisjonsberetning eller uttalelse om begrenset revisjon til halvårsrapporten, skal dette tydelig fremgå av halvårsrapporten.

(6) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om innhold, avleggelse og offentliggjøring av halvårsrapport og om ansvarlige personer som nevnt i annet ledd nr. 3. Departementet kan i forskrift fastsette krav om ytterligere delårsrapportering, inkludert delårsregnskaper og mellomliggende ledelseserklæring som nevnt i direktiv 2004/109/EF artikkel 6.

§ 5-7. Utsteder fra land utenfor EØS

Departementet fastsetter forskrifter til gjennomføring av direktiv 2004/109/EF artikkel 23.

§ 5-8. Endringer i aksjekapital, rettigheter, lån og vedtekter

(1) Aksjeutsteder skal straks offentliggjøre endring i rettighetene til utsteders aksjer, herunder endringer i tilknyttede finansielle instrumenter utstedt av selskapet.

(2) Aksjeutsteder skal senest ved utgangen av hver måned som det finner sted en aksjekapital- eller stemmerettsendring, offentliggjøre en oversikt over aksjekapitalen og antall stemmer i selskapet.

(3) Annen utsteder enn aksjeutsteder skal straks offentliggjøre endring i rettighetene knyttet til utsteders omsettelige verdipapirer, herunder endrede vilkår eller betingelser som indirekte kan påvirke innehaverens rettsstilling, især som følge av endrede lånebetingelser eller rente.

(4) Utsteder hvis omsettelige verdipapirer er opptatt til handel på et norsk regulert marked, skal straks offentliggjøre utstedelsen av nye lån, herunder eventuelle garantier eller sikkerheter stilt i denne forbindelse. Denne bestemmelsen gjelder også utsteder som nevnt i § 5-4 sjette ledd. Denne bestemmelsen gjelder ikke for offentlige internasjonale organ der minst en EØS-stat er medlem.

(5) Opplysninger nevnt i første til fjerde ledd skal offentliggjøres etter § 5-12.

(6) Utsteder som har til hensikt å endre sine vedtekter, skal sende forslag om endringer til Kredittsynet og vedkommende regulerte marked. Oversendelse skal skje elektronisk og finne sted

senest samme dag som oversendelse av innkallingen til generalforsamling der forslaget skal behandles.

§ 5-9. Informasjon til aksjeeiere mv.

(1) Aksjeutsteder skal sørge for at fasiliteter og opplysninger som er nødvendig for at aksjeeierne skal kunne utøve sine rettigheter, er tilgjengelig i Norge. Aksjeutsteder skal videre sørge for at dataintegriteten ivaretas.

(2) Aksjeutsteder skal i innkalling til generalforsamling oppgi antall aksjer og stemmerettigheter, samt gi opplysninger om rettighetene til aksjeeierne.

(3) Aksjeutsteder skal i innkallingen vedlegge en fullmakt til å stemme.

(4) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om at en aksjeutsteder skal utpeke et foretak som sin representant som aksjeeier skal kunne utøve sine finansielle rettigheter gjennom, herunder om hvilke foretak som kan benyttes som representant og hva som anses som finansielle rettigheter.

(5) Aksjeutsteder skal offentliggjøre opplysninger om tildeling og utbetaling av utbytte, samt om utstedelse av nye aksjer, herunder eventuelle ordninger for tildeling, tegning, annullering og konvertering.

(6) Aksjeutsteder kan bruke elektronisk kommunikasjon når meldinger, varsler, informasjon, dokumenter, underretninger og lignende skal gis til en aksjeeier, dersom aksjeeier uttrykkelig har godtatt dette. Når en aksjeutsteder skal gi meldinger mv. til aksjeeier, kan han eller hun gjøre dette ved bruk av elektronisk kommunikasjon til den e-postadressen eller på den måten aksjeeier har angitt for dette formålet.

(7) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om informasjon til aksjeeier.

§ 5-10. Informasjon til långivere mv.

(1) Låntager skal sørge for at fasiliteter og opplysninger som er nødvendig for at långiverne skal kunne utøve sine rettigheter, er tilgjengelig i Norge. Låntager skal videre sørge for at dataintegriteten ivaretas.

(2) Låntager skal i innkallingen til långivermøte innta opplysninger om sted, tid, agenda, långivers rett til deltagelse på møtet, utbetaling av rente, utøvelsen av eventuelle konverterings-, bytte-, tegnings- eller annulleringsrettigheter, samt om tilbakebetaling av lånet.

(3) Låntager skal i innkallingen vedlegge en fullmakt til å stemme.

(4) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om at en låntager skal utpeke et foretak som sin representant som långiverne skal kunne utøve sine finansielle rettigheter gjennom, herunder om hvilke foretak som kan benyttes som representant og hva som anses som finansielle rettigheter.

(5) Långivermøtet kan holdes i en annen EØS-stat enn Norge såfremt pålydende pr. obligasjon er minst 50.000 euro, eller tilsvarende beløp i annen valuta på utstedelsestidspunktet, og alle fasiliteter og all informasjon som er nødvendig for at långiverne kan utøve sine rettigheter, er stilt til rådighet i den aktuelle EØS-staten.

(6) For kommunikasjon med långiver gjelder § 5-9 sjette ledd tilsvarende.

(7) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om informasjon til långivere.

§ 5-11. Årlig oversikt over offentliggjorte opplysninger

(1) Utsteder skal minst årlig utarbeide en oversikt over all informasjon vedkommende på bakgrunn av rettslige forpliktelser har gjort tilgjengelig for allmennheten de siste 12 måneder. I oversikten skal angis hvor informasjonen det er henvist til er tilgjengelig. Oversikten skal sendes prospektmyndigheten, jf. § 7-8 sjette ledd, etter at årsregnskapet er offentliggjort. Oversikten skal offentliggjøres etter nærmere regler fastsatt i forskrift.

(2) Bestemmelsen i første ledd får ikke anvendelse på utsteder av ikke-aksjerelaterte verdipapirer med pålydende pr. enhet på minst 50.000 euro.

III. Offentliggjøring mv.

§ 5-12. Offentliggjøring, innsending og oppbevaring av opplysninger

(1) Utsteder eller annen person som har søkt om opptak til handel uten utsteders samtykke, skal offentliggjøre opplysninger etter denne lov på en effektiv og ikke-diskriminerende måte. Offentliggjøringen skal skje uten kostnad for eiere og potensielle eiere av de omsettelige verdipapirene og skal i rimelig grad sikre tilgang til opplysningene i EØS-området. Opplysningene skal, samtidig som de offentliggjøres, sendes elektronisk til vedkommende regulerte marked, som skal oppbevare disse på betryggende vis.

(2) Opplysninger nevnt i §§ 5-5 og 5-6 skal sendes Kredittilsynet elektronisk samtidig som offentliggjøring etter første ledd skjer. Departementet kan fastsette nærmere regler om slik innsendelse.

(3) Opplysninger som er fortrolige eller hemmelige av hensyn til rikets sikkerhet, forholdet til

fremmede stater eller landets forsvar, kan ikke offentliggjøres i henhold til første ledd.

(4) Første ledd første og annet punktum og annet ledd gjelder for utstedere med Norge som hjem- og vertsstat. For utstedere med Norge som vertsstat gjelder nevnte bestemmelser likevel bare der opptak til handel kun finner sted på norsk regulert marked. Slike utstedere skal i tillegg til å offentliggjøre opplysningene, sende disse til vedkommende lands offisielle lagringsmekanisme.

(5) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om offentliggjøring og oppbevaring av opplysninger, herunder at offentliggjøring og oppbevaring skal skje på annen måte enn angitt i bestemmelsen her.

§ 5-13. Språk

(1) Utsteder med Norge som hjemstat og som har omsettelige verdipapirer opptatt til notering bare på norsk regulert marked, skal gi opplysninger på norsk.

(2) Utsteder med Norge som hjemstat og som har omsettelige verdipapirer opptatt til notering på regulert marked både i Norge og i en vertsstat, skal gi opplysninger på norsk og, etter utsteders valg, enten på et språk som bestemt av vertsstatens kompetente myndighet, eller på engelsk.

(3) Kredittilsynet kan bestemme at utsteder som omhandlet i første og annet ledd kan unntas fra kravet om å gi opplysninger på norsk. Kredittilsynet kan delegere myndigheten etter første punktum til regulert marked.

(4) Utsteder med Norge som vertsstat og som ikke har omsettelige verdipapirer opptatt til notering på regulert marked i hjemstaten, skal gi opplysninger på norsk, svensk, dansk eller engelsk.

(5) Dersom omsettelige verdipapirer opptas til notering på et regulert marked uten utstederens samtykke, påhviler forpliktelsene i første til fjerde ledd den person som uten utstederens samtykke har bedt om slikt opptak.

(6) Dersom verdipapirer med en pålydende verdi på minst 50 000 euro eller, for obligasjoner i en annen verdi enn euro med en pålydende verdi som minst tilsvarer 50 000 euro på utstedelsesdagen, opptas til notering på et regulert marked i Norge, skal utsteder offentliggjøre opplysningene enten på norsk eller engelsk.

IV. Likebehandling

§ 5-14. Likebehandling

(1) Utsteder av finansielle instrumenter opptatt til handel på norsk regulert marked, skal likebehandle innehaverne av deres finansielle instru-

menter. Utsteder må ikke utsette innehaverne av de finansielle instrumentene for forskjellsbehandling som ikke er saklig begrunnet ut fra utstедers og innehavernes felles interesse.

(2) I forbindelse med omsetning eller utstedelse av finansielle instrumenter eller rettigheter til slike, må utstедers styrende organer, tillitsvalgte eller ledende ansatte ikke treffe tiltak som er egnet til å gi dem selv, enkelte innehavere av finansielle instrumenter eller tredjemenn en urimelig fordel på bekostning av andre innehavere eller utsteder. Det samme gjelder ved omsetning eller utstedelse av finansielle instrumenter eller rettigheter til slike innen konsern som utsteder inngår i.

Kapittel 6. Tilbudsplikt og frivillige tilbud ved oppkjøp

§ 6-1. Tilbudsplikt ved aksjeerverv

(1) Den som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et norsk selskap hvis aksjer er notert på norsk regulert marked (notert selskap), plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet. Tilbudsplikten bortfaller dersom det foretas salg i samsvar med § 6-8, jf. § 6-9.

(2) Som erverv etter første ledd regnes også erverv av:

1. aksjer som representerer mer enn 50 prosent av stemmene i et selskap hvis vesentligste virksomhet består i å eie aksjer i et selskap som nevnt i første ledd,
2. andel i ansvarlig selskap eller kommandittselskap som eier aksjer i selskap som nevnt i første ledd, der andelshaverne bare er nærstående som nevnt i § 2-5,
3. tilsvarende andel i utenlandsk selskap som svarer til selskapsformer som nevnt i nr. 1 og 2, samt andre utenlandske foretak dersom tilbudsmyndigheten bestemmer dette.

(3) § 6-5 gjelder tilsvarende ved erverv som nevnt i annet ledd nr. 1 og 3.

(4) Departementet kan i forskrift fastsette regler som pålegger tilbudsplikt ved erverv av rettigheter eller andre interesser knyttet til aksjer, herunder nærmere regler om hvilke rettigheter eller interesser som skal kunne utløse tilbudsplikt og nærmere regler om slik tilbudsplikt.

(5) Første til fjerde ledd gjelder også når erververen tidligere har fremsatt frivillig tilbud. Første til fjerde ledd gjelder likevel ikke dersom følgende vilkår er oppfylt:

1. det frivillige tilbudet var fremsatt i samsvar med reglene om pliktige tilbud,

2. tilbudspliktgrensen som nevnt i første ledd passerer som følge av tilbudet, og
3. det var opplyst i tilbudsokumentet at det frivillige tilbudet fremsettes i samsvar med reglene om pliktige tilbud, og at dette medfører at det ikke vil inntre tilbudsplikt selv om tilbudspliktgrensen som nevnt i første ledd passerer som følge av tilbudet.

(6) Første ledd gjelder tilsvarende ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med etter § 6-5, når erververen alene eller sammen med en eller flere av de nærstående passerer tilbudspliktgrensen som følge av ervervet.

§ 6-2. Unntak for visse typer erverv

(1) Tilbudsplikt etter § 6-1 og § 6-6 inntreer ikke ved erverv i form av

1. arv eller gave,
2. vederlag ved skifte eller
3. vederlag ved fisjon eller fusjon av aksjeselskap eller allmennaksjeselskap.

(2) Tilbudsmyndigheten kan i særlige tilfeller pålegge tilbudsplikt ved erverv som nevnt i første ledd.

(3) Tilbudsmyndigheten kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra tilbudsplikten ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med etter § 6-5, jf. § 6-1 sjetted ledd.

§ 6-3. Unntak for visse institusjoner

Tilbudsplikt etter § 6-1 og § 6-6 inntreer ikke når en finansinstitusjon erverver aksjer i et selskap for å unngå eller begrense tap på engasjement. Institusjonen skal straks gi melding om slikt erverv til tilbudsmyndigheten. Tilbudsmyndigheten kan pålegge institusjonen plikt til innen en fastsatt frist å fremsette tilbud som nevnt i § 6-1 eller å avhende aksjer slik at tilbudsplikten bortfaller.

§ 6-4. Tilbudsmyndigheten

(1) Med tilbudsmyndigheten etter dette kapittel menes det regulerte marked hvor aksjene i selskapet som er gjenstand for overtakelsestilbudet er notert. Departementet kan i forskrift bestemme at hele eller deler av tilbudsmyndighetens kompetanse, skal utøves av Kredittilsynet.

(2) Tilbudsmyndigheten skal samarbeide og utveksle informasjon med tilsvarende utenlandske myndigheter i spørsmål som omfattes av dette kapittel.

§ 6-5. Konsolidering

(1) I forhold til reglene om tilbudsplikt regnes like med en aksjeeiers egne aksjer, aksjer som eies

eller erverves av nærstående som nevnt i § 2-5. Tilbudsplikt inntretr uavhengig av om ervervet foretas av aksjeeieren selv eller av aksjeeierens nærstående som nevnt i § 2-5. Ved vurderingen av om det inntretr gjentatt tilbudsplikt regnes tilbud som tidligere er fremsatt av nærstående som nevnt i § 2-5, like med en erververs tidligere fremsatte tilbud.

(2) Tilbudsmyndigheten avgjør om det skal foretas identifikasjon etter første ledd. Tilbudsmyndighetens vedtak skal meddeles deltakerne i den i gruppen som er gjenstand for identifikasjon.

§ 6-6. Gjentatt tilbudsplikt og etterfølgende erverv

(1) Aksjeeier som eier aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et notert selskap, plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet (gjentatt tilbudsplikt) dersom aksjeeieren gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer 40 prosent eller mer av stemmene i selskapet. Første punktum gjelder tilsvarende dersom aksjeeieren gjennom erverv blir eier av 50 prosent eller mer av stemmene i selskapet. Første og annet punktum gjelder ikke ved erverv som skjer i tilknytning til fremsettelse av tilbud som nevnt i § 6-1.

(2) Aksjeeier som har passert tilbudspliktgrense som nevnt i § 6-1 eller § 6-6 første ledd på en måte som ikke utløser tilbudsplikt, og derfor ikke har fremsatt pliktig tilbud, plikter ved ethvert etterfølgende erverv som øker stemmeandelen, å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet.

(3) Tilbudsplikten etter første og annet ledd gjelder likevel ikke dersom det foretas salg av aksjer i samsvar med § 6-8, jf. § 6-9.

§ 6-7. Samtykke til aksjeerverv

Hvis et erverv etter selskapets vedtekter er avhengig av styrets samtykke, anses styret å ha samtykket hvis ikke saken er avgjort innen tre uker etter at melding om ervervet er mottatt av selskapet.

§ 6-8. Melding til tilbudsmyndigheten

(1) Når avtale om erverv som vil utløse tilbudsplikt etter §§ 6-1 til 6-6 er inngått, skal den som har eller vil få tilbudsplikt, straks gi melding om dette til tilbudsmyndigheten og til selskapet. I meldingen skal det angis om det vil bli fremsatt tilbud om kjøp av de øvrige aksjer i selskapet eller om det vil foretas salg i henhold til § 6-9. Tilbudsmyndigheten skal offentliggjøre meldingen.

(2) Den tilbudspliktige og selskapet skal informere sine ansatte umiddelbart etter at meldingen er offentliggjort.

(3) Dersom det ikke gis melding etter første ledd, eller tilbudsplikten på annen måte bestrides,

skal tilbudsmyndigheten treffe vedtak vedrørende de spørsmål saken reiser.

(4) Melding om salg kan endres til melding om fremsettelse av tilbud, forutsatt at tilbudet fremsettes innen fristen som er fastsatt i § 6-10 første ledd.

(5) Inntil tilbud fremsettes eller salg er gjennomført, kan det for den del av aksjene som overstiger tilbudspliktgrensen, ikke utøves andre rettigheter i selskapet enn retten til å heve utbytte for aksjene og til å utøve fortrinnsrett ved kapitalforhøyelse.

§ 6-9. Salg av aksjer

(1) Salg av aksjer i henhold til melding eller vedtak som nevnt i § 6-8, skal foretas innen fire uker etter at tilbudsplikten inntrådte.

(2) Salget skal omfatte den del av aksjene som overstiger grensen som nevnt i § 6-1. Ved tilbudsplikt etter § 6-6 kan salget begrenses til de aksjer som er ervervet ved det etterfølgende ervervet.

§ 6-10. Tilbudet

(1) Tilbud skal fremsettes uten ugrunnet opphold og senest innen fire uker etter at tilbudsplikten inntrådte.

(2) Tilbudet skal omfatte alle selskapets aksjer, herunder aksjer med begrenset stemmevekt eller uten stemmerett.

(3) Et tilbud kan ikke gjøres betinget.

(4) Tilbudsprisen skal være minst like høy som det høyeste vederlag tilbyderen har betalt eller avtalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte. Dersom det er klart at markedskursen når tilbudsplikten inntretr er høyere enn den pris som følger av første punktum, skal tilbudsprisen være minst like høy som markedskursen.

(5) Har tilbyderen etter at tilbudsplikten inntrådte og før utløpet av tilbudsperioden betalt eller avtalt høyere vederlag enn tilbudsprisen, skal nytt tilbud anses fremsatt med en tilbudspris som svarer til det høyere vederlag. Bestemmelsene i § 6-12 annet ledd gjelder tilsvarende for det nye tilbudet.

(6) Oppgjør i henhold til tilbudet skal skje i penger. Et tilbud kan likevel gi aksjeeierne rett til å velge annet oppgjør.

(7) Oppgjøret skal garanteres av finansinstitusjon med tillatelse til å stille slik garanti i Norge. Tilbudsmyndigheten kan gi nærmere forskrifter om garanti som nevnt i første punktum.

(8) Oppgjør skal finne sted snarest, og senest innen 14 dager etter tilbudsperiodens utløp.

(9) Tilbyder skal ikke forskjellsbehandle aksjeeiere ved fremsettelse av tilbud.

§ 6-11. Tilbudsperioden

(1) Tilbudet skal angi en frist for aksjeeier til å akseptere tilbudet (tilbudsperioden). Fristen kan ikke settes kortere enn fire uker og ikke lengre enn seks uker.

(2) Departementet kan gi nærmere forskrifter om adgang til å fravike lovens alminnelige krav til lengste tillatte tilbudsperiode.

§ 6-12. Nytt tilbud

(1) Før tilbudsperiodens utløp kan tilbydereren fremsette nytt tilbud, dersom tilbudet blir godkjent av tilbudsmyndigheten. Selskapets aksjeeiere har rett til å velge mellom tilbudene.

(2) Fremsettes nytt tilbud, skal tilbudsperioden forlenges slik at det gjenstår minst to uker til fristens utløp.

§ 6-13. Krav til tilbudsdokument

(1) Den som har tilbudsplikt, skal utarbeide et tilbudsdokument som gjengir tilbudet og gir riktige og fullstendige opplysninger om forhold av betydning ved vurderingen av tilbudet.

(2) I tilbudsdokumentet skal særskilt angis:

1. tilbyders navn og adresse, samt organisasjonsform og organisasjonsnummer dersom tilbyder er et foretak,
2. opplysninger om hvilke aksjer eller aksjeklasser tilbudet gjelder,
3. opplysninger om nærstående som nevnt i § 6-5, herunder grunnlaget for identifikasjonen og eventuelle aksjeeieravtaler,
4. hvilke aksjer og lån som nevnt i aksjeloven § 11-1 og allmennaksjeloven § 11-1 i det noterte selskapet som eies av tilbyder eller noen som nevnt i § 6-5,
5. tilbudsprisen og hvilken metode som er brukt for å fastsette tilbudsprisen, oppgjørsfrist og oppgjørsform, samt hvilke garantier som stilles for oppfyllelse av tilbyders forpliktelser,
6. prinsippene som er lagt til grunn for verdsettelsen av formuesgjenstander som tilbys som oppgjør, herunder opplysninger om forhold som må tillegges vekt ved bedømmelsen av spørsmålet om å tegne eller erverve verdipapirer,
7. frist for aksept av tilbudet og hvordan tilbudet skal aksepteres,
8. hvordan kjøpet av aksjene skal finansieres,
9. særlige fordeler som etter avtale tilstås medlemmer av ledelsen eller styrende organer i selskapet eller som noen av disse er stilt i utsikt,
10. hvilken kontakt tilbydereren har hatt med ledelsen eller styrende organer i selskapet før fremsettelsen av tilbudet,

11. formålet med å overta kontrollen i selskapet og planer for videre drift,
 12. reorganisering mv. av selskapet og det konsern som selskapet inngår i,
 13. den betydning gjennomføringen av tilbudet vil få for de ansatte, herunder de rettslige, økonomiske og arbeidsmessige virkninger, samt juridiske og skattemessige konsekvenser av tilbudet,
 14. den største og minste andel av aksjer som tilbyder forplikter seg til å erverve,
 15. opplysninger om utbetaling av erstatning som tilbys for rettigheter som kan bli tilsidesatt som følge av vedtak som nevnt i § 6-17 fjerde ledd,
 16. opplysninger om lovvalg og vernetting vedrørende tvister som måtte oppstå i forbindelse med inngåtte avtaler mellom tilbyder og aksjeeierne.
- (3) Tilbudsdokumentet skal undertegnes av tilbyder.

§ 6-14. Godkjennelse og offentliggjøring av tilbudet

(1) Tilbudet og tilbudsdokumentet skal godkjennes av tilbudsmyndigheten før tilbudet fremsettes eller offentliggjøres.

(2) Etter at tilbudet er godkjent, skal den tilbudspliktige sende det til alle aksjeeiere med kjent oppholdssted. Selskapet plikter å medvirke til at utsendelse kan finne sted.

(3) Etter at tilbudet er godkjent, skal den tilbudspliktige og selskapet gjøre tilbudet kjent for sine ansatte.

(4) Tilbudsdokument som er godkjent av kontrollmyndigheten i en annen EØS-stat, skal anses godkjent fra det tidspunkt det foreligger melding fra EØS-staten om at tilbudsdokumentet er utarbeidet i samsvar med nasjonale regler som gjennomfører direktiv 2004/25/EF, og godkjent av kontrollmyndigheten i vedkommende EØS-stat. Tilbudsmyndigheten kan likevel stille krav om at tilbudsdokumentet oversettes.

§ 6-15. Gebyr

Tilbudsmyndigheten kan kreve gebyr av tilbyder til dekning av utgifter ved godkjenning som nevnt i § 6-14.

§ 6-16. Selskapets uttalelse om tilbudet

(1) Når det fremsettes tilbud etter reglene om tilbudsplikt, skal selskapets styre utarbeide og offentliggjøre et dokument som inneholder styrets begrunnede vurdering av tilbudets konsekvenser i forhold til selskapets interesser, herunder hvilken effekt tilbudsgivers strategiske planer som angitt i

tilbudsdokumentet vil kunne få for de ansatte og for lokaliseringen av selskapets virksomhet. Dersom styret ikke finner å kunne gi en anbefaling til aksjeeierne om hvorvidt de bør akseptere tilbudet eller ikke, skal det redegjøres nærmere for bakgrunnen for dette. Det skal også opplyses om styremedlemmenes og daglig leders eventuelle standpunkt til tilbudet i egenskap av aksjeeiere i selskapet. Dersom styret innen rimelig tid mottar en særskilt uttalelse fra de ansatte om tilbudets innvirkning på sysselsettingen, skal denne vedlegges dokumentet.

(2) Uttalelsen skal foreligge senest én uke før tilbudsperiodens utløp.

(3) Uttalelsen skal sendes tilbudsmyndigheten, og gjøres kjent for aksjeeierne og de ansatte.

(4) Er tilbud fremsatt av noen som er medlem av styret i selskapet, eller er tilbudet fremsatt i forståelse med selskapets styre, avgjør tilbudsmyndigheten hvem som skal avgi uttalelse som nevnt i første ledd på vegne av selskapet.

§ 6-17. Begrensning i selskapets handlefrihet

(1) Etter at selskapet er underrettet om at tilbud skal fremsettes etter § 6-1, § 6-2 annet ledd eller § 6-6 og inntil tilbudsperioden er utløpt og resultatet er klart, kan styret eller daglig leder ikke treffe vedtak om

1. utstedelse av aksjer eller andre finansielle instrumenter av selskapet eller av et datterselskap,
2. fusjon av selskapet eller datterselskap,
3. salg eller kjøp av vesentlige virksomhetsområder i selskapet eller dets datterselskaper, eller andre disposisjoner av vesentlig betydning for arten eller omfanget av virksomheten, eller
4. kjøp eller salg av selskapets aksjer.

(2) Denne paragraf gjelder ikke disposisjoner som er en del av selskapets normale løpende forretningsdrift, eller tilfeller der generalforsamlingen har gitt styret eller daglig leder fullmakt til å treffe de aktuelle vedtak med sikte på oppkjøpssituasjoner.

(3) Selskapets generalforsamling kan gjennom vedtekt fastsette at EØS-regler som svarer til direktiv 2004/25/EF artikkel 9(2) og (3), jf. artikkel 12(2), skal gjelde for selskapet.

(4) Selskapets generalforsamling kan gjennom vedtekt også fastsette at EØS-regler som svarer til direktiv 2004/25/EF artikkel 11, jf. artikkel 12(2), skal gjelde. I et eventuelt vedtak etter første punktum skal selskapets generalforsamling fastsette de nærmere betingelser for beregning og utbetaling

av erstatning i henhold til artikkel 11(5) i samme direktiv.

(5) Selskaper som har fattet vedtak i henhold til tredje og fjerde ledd, skal melde vedtaket til tilbudsmyndigheten, samt til de kompetente myndigheter i andre medlemsstater der selskapet er oppført til notering på et regulert marked, eller hvor det er anmodet om slik notering.

§ 6-18. Offentliggjøring av resultat av fremsatt tilbud

Tilbyder skal straks offentliggjøre resultatet av ethvert fremsatt tilbud.

§ 6-19. Frivillige tilbud

(1) Bestemmelsene i § 6-10 siste ledd og §§ 6-12 til 6-18 får tilsvarende anvendelse ved frivillige tilbud som innebærer at tilbudsplikt etter § 6-1 inntrer hvis tilbudet aksepteres av de som kan benytte det.

(2) Første ledd gjelder ikke ved tilbud som rettes særskilt til enkelte aksjeeiere, med mindre tilbudet fremsettes samtidig eller i sammenheng og har samme innhold.

(3) Den som har fattet en beslutning om fremsettelse av frivillig tilbud som omhandlet i første ledd, skal straks gi melding til tilbudsmyndigheten og til selskapet. Tilbudsmyndigheten skal offentliggjøre meldingen. Tilbyder og selskapet skal informere sine ansatte umiddelbart etter at meldingen er offentliggjort.

(4) Tilbudet skal fremsettes innen rimelig tid etter at beslutning om fremsettelse av frivillig tilbud er fattet.

(5) Frivillig tilbud som omhandlet i første ledd skal angi en frist for aksjeeier til å akseptere tilbudet. Fristen kan ikke settes kortere enn to uker og ikke lenger enn 10 uker. Departementet kan gi nærmere forskrifter om adgang til å fravike lovens alminnelige krav til lengste tillatte tilbudsperiode.

§ 6-20. Utøvelse av aksjeeierrettigheter ved forsømmelse av tilbudsplikt

Aksjeeiere som forsømmer sin tilbudsplikt etter § 6-1, § 6-2 annet ledd eller § 6-6 kan, mens tilbudsplikten foreligger, ikke utøve andre rettigheter i selskapet enn retten til utbytte og til fortrinnsrett ved kapitalforhøyelse, uten samtykke fra et flertall av de øvrige aksjeeierne.

§ 6-21. Tvangssalg av aksjer

(1) Dersom det ikke er fremmet tilbud etter § 6-1, § 6-2 annet ledd eller § 6-6 og fristen for salg etter § 6-9 overskrides, kan tilbudsmyndigheten selge aksjene etter reglene om tvangssalg så langt de

passer. Tvangsfullbyrdelsesloven § 10-6, jf. § 8-16 kommer ikke til anvendelse.

(2) Tilbudsmyndigheten skal varsle den tilbudspliktige om at tvangssalg vil bli foretatt senest to uker før salg foretas.

§ 6-22. Tvungen overføring av aksjer i forbindelse med tilbudsplikt og frivillig tilbud

(1) Har tilbyder etter fremsettelse av pliktig eller frivillig tilbud etter § 6-19 ervervet mer enn ni tideler av de stemmeberettigede aksjene i målselskapet og en tilsvarende del av de stemmer som kan avgis på generalforsamlingen, kan tilbyder beslutte overføring av de øvrige aksjer i henhold til lov om allmennaksjeselskaper § 4-25. Gjenværende aksjeeiere har rett til å kreve at tilbyder overtar aksjene.

(2) Dersom tvungen overføring av aksjer finner sted innen tre måneder etter utløpet av tilbudsfristen etter § 6-11, skal tilbudsprisen legges til grunn ved fastsettelsen av løsningssummen hvis ikke særlige grunner tilsier en annen pris.

(3) Har tilbydereren etter å ha satt frem frivillig tilbud ervervet eierandel som angitt i første ledd, kan tvungen overføring av aksjer finne sted uten at det først er fremsatt pliktig tilbud dersom følgende vilkår er oppfylt:

1. tvungen overføring iverksettes senest fire uker etter at erverv av aksjer ved frivillig tilbud er gjennomført,
2. løsningssummen tilsvarer minst det laveste beløp tilbudsprisen ville ha vært ved pliktig tilbud, og
3. det stilles tilsvarende garanti som ved fremsettelse av pliktig tilbud etter § 6–10 syvende ledd. Allmennaksjeloven § 4-25 femte ledd gjelder ikke i den utstrekning det er stilt slik garanti.

§ 6-23. Overtakelsestilbud med tilknytning til flere stater

(1) Bestemmelsene i dette kapittel gjelder tilsvarende i forhold til

1. selskap med forretningskontor i annen stat, hvis aksjer eller andre verdipapirer som kan sidestilles med aksjer, ikke er notert på regulert marked i den stat hvor selskapet har sitt forretningskontor, men på norsk regulert marked, og
2. selskap med forretningskontor i Norge, hvis aksjer er notert på regulert marked i annen EØS-stat.

(2) Departementet kan for tilfeller som nevnt i første ledd, gi nærmere forskrifter om anvendelsen av bestemmelsene i dette kapittel, samt om tilbudsmyndighet og om lovvalg.

(3) Tilbudsmyndigheten kan ved enkeltvedtak helt eller delvis gjøre unntak fra bestemmelsene i dette kapittel i forhold til selskap med forretningskontor i Norge, hvis aksjer er notert på regulert marked både i Norge og stat utenfor EØS. Tilsvarende gjelder i forhold til selskap med forretningskontor i stat utenfor EØS, hvis aksjer er notert på regulert marked i Norge.

Kapittel 7. Prospektkrav ved offentlige tilbud og opptak til notering

I. Definisjoner

§ 7-1. Definisjoner

Med ikke-aksjerelaterte verdipapirer menes i dette kapitlet andre omsettelige verdipapirer enn:

1. aksjer og andre verdipapirer som kan sidestilles med aksjer som nevnt i § 2-2 annet ledd nr. 1, og
2. omsettelige verdipapirer som gir rett til å erverve verdipapirer som nevnt i punkt 1, dersom rettighetene er utstedt av utstedere av det underliggende verdipapiret eller av et selskap i samme konsern.

II. Prospektplikt

§ 7-2. Prospektplikt ved tilbud om tegning eller kjøp

Ved tilbud om tegning eller kjøp av omsettelige verdipapirer som rettes til 100 personer eller flere i det norske verdipapirmarkedet og gjelder et beløp på minst 100.000 euro beregnet over en periode på 12 måneder, skal det utarbeides prospekt etter reglene i dette kapitlet. Det samme gjelder der en tilbyder hjemmehørende i Norge fremsetter tilbud i en annen EØS-stat og prospektet skal godkjennes etter bestemmelsene i § 7-7.

§ 7-3. Prospektplikt ved opptak til notering

Ved opptak til notering av omsettelige verdipapirer på norsk regulert marked, herunder kapitalforhøyelser i selskap med noterte aksjer, skal det utarbeides prospekt etter reglene i dette kapitlet. Det samme gjelder der en utsteder hjemmehørende i Norge søker opptak til notering på regulert marked i annen EØS-stat og prospektet skal godkjennes etter bestemmelsene i § 7-7.

§ 7-4. Unntak fra prospektplikt ved tilbud

Bestemmelsen i § 7-2 kommer ikke til anvendelse dersom:

1. tilbudet gjelder ikke-aksjerelaterte verdipapirer utstedt av en EØS-stat, EØS-sentralbank eller Den europeiske sentralbanken,
 2. tilbudet gjelder verdipapirer garantert av en EØS-stat,
 3. tilbudet gjelder ikke-aksjerelaterte verdipapirer som utstedes fortløpende eller gjentatte ganger av kredittinstitusjoner, dersom verdipapirene er dekket av en innskuddsgarantiordning og oppfyller nærmere krav fastsatt av departementet i forskrift,
 4. tilbudet fremsettes i forbindelse med fusjon, forutsatt at det foreligger et dokument som gir tilsvarende opplysninger som det som følger av § 7-13,
 5. tilbudet gjelder bytte av aksjer i samme selskap, forutsatt at byttet ikke innebærer en forhøyelse av selskapets aksjekapital,
 6. tilbudet gjelder verdipapirer som tilbys som vederlag ved oppkjøp, forutsatt at det foreligger et dokument som gir tilsvarende opplysninger som det som følger av § 7-13,
 7. tilbudet gjelder aksjer som tilbys vederlagsfritt til eksisterende aksjeeiere, forutsatt at det foreligger et dokument med opplysninger om aksjeklasse, antall aksjer samt bakgrunn og vilkår for tilbudet,
 8. tilbudet rettes til profesjonelle investorer etter nærmere regler fastsatt av departementet i forskrift,
 9. tilbudet rettes til nåværende eller tidligere ansatte eller styremedlemmer fra arbeidsgiveren eller fra annet selskap i samme konsern, forutsatt at vedkommende selskap har verdipapirer som er notert på et regulert marked og at det foreligger et dokument som inneholder opplysninger om type og antall verdipapirer samt bakgrunn og vilkår for tilbudet,
 10. tilbudet gjelder verdipapirer som legges ut i enkeltstørrelser med pålydende eller krav på vederlag på minst 50.000 euro.
2. ikke-aksjerelaterte verdipapirer utstedt av en EØS-stat, EØS-sentralbank eller Den europeiske sentralbanken,
 3. verdipapirer garantert av en EØS-stat,
 4. ikke-aksjerelaterte verdipapirer som utstedes fortløpende eller gjentatte ganger av kredittinstitusjoner, dersom verdipapirene dekkes av en innskuddsgarantiordning og oppfyller nærmere krav fastsatt av departementet i forskrift,
 5. verdipapirer som noteres i forbindelse med fusjon, forutsatt at det foreligger et dokument som gir tilsvarende opplysninger som det som følger av § 7-13,
 6. bytte av aksjer i allerede noterte aksjer i samme selskap, forutsatt at byttet ikke innebærer en forhøyelse av selskapets aksjekapital,
 7. verdipapirer som tilbys som vederlag ved oppkjøp, forutsatt at det foreligger et dokument som gir tilsvarende opplysninger som det som følger av § 7-13,
 8. aksjer i samme klasse som allerede noterte aksjer, når aksjene tilbys vederlagsfritt til eksisterende aksjeeiere, forutsatt at det foreligger et dokument med opplysninger om aksjeklasse, antall aksjer samt bakgrunn og vilkår for tilbudet,
 9. verdipapirer som tilbys nåværende eller tidligere ansatte eller styremedlemmer fra arbeidsgiver eller fra annet selskap i samme konsern, forutsatt at verdipapirer av samme klasse er notert på regulert marked og at det foreligger et dokument med opplysninger om type og antall verdipapirer samt bakgrunn og vilkår for tilbudet,
 10. aksjer som utstedes ved bruk av rettigheter som nevnt i § 2-2 annet ledd nr. 3, der aksjer i samme klasse er notert på regulert marked,
 11. verdipapirer som er notert på et annet regulert marked og oppfyller nærmere krav fastsatt av departementet i forskrift.

§ 7-5. Unntak fra prospektplikt ved opptak til notering

Bestemmelsen i § 7-3 kommer ikke til anvendelse ved opptak til notering som gjelder:

1. kapitalforhøyelser der antall aksjer som utstedes i forbindelse med kapitalforhøyelsen utgjør mindre enn 10 prosent av antall aksjer i samme klasse som allerede er notert, beregnet over en periode på 12 måneder,
2. obligasjoner utstedt av fylkeskommune eller kommune eller tilsvarende myndigheter i en annen EØS-stat,
3. verdipapirer garantert av fylkeskommune eller kommune, eller tilsvarende myndigheter i en annen EØS-stat,

4. ikke-aksjerelaterte verdipapirer utstedt av offentlige internasjonale organer der én eller flere EØS-stater er medlem,
5. obligasjoner og pengemarkedsinstrumenter med løpetid på under 12 måneder.

(2) Prospektmyndigheten kan i forskrift eller ved enkeltvedtak gjøre unntak fra reglene i dette kapittelet for tilbud om ikke-aksjerelaterte verdipapirer som utstedes fortløpende eller gjentatte ganger av kredittinstitusjoner, og som gjelder et totalbeløp på mindre enn 50.000.000 euro beregnet over en periode på 12 måneder.

III. Godkjenning, kontroll, registrering og gjensidig anerkjennelse

§ 7-7. Godkjenning av EØS-prospekt

(1) Med EØS-prospekt menes i dette kapittelet prospekt som gjelder:

1. opptak til notering på regulert marked,
2. tilbud som gjelder beløp på minst 2 500 000 euro beregnet over en periode på 12 måneder,
3. tilbud eller opptak til notering som nevnt i § 7-4 nr. 1 og 2 og § 7-5 nr. 2 og 3, forutsatt at det er utarbeidet prospekt etter bestemmelsene i medhold av § 7-13 annet ledd og §§ 7-14 til 7-21,
4. tilbud eller opptak til notering av bostadsobligasjoner etter nærmere bestemmelse fastsatt i forskrift, forutsatt at det er utarbeidet prospekt etter bestemmelsene i medhold av § 7-13 annet ledd og §§ 7-14 til 7-21, og
5. tilbud som gjelder beløp under 2 500 000 euro, forutsatt at det er utarbeidet prospekt etter bestemmelsene i medhold av § 7-13 annet ledd og §§ 7-14 til 7-21.

(2) EØS-prospekt skal være godkjent før prospektet offentliggjøres.

(3) EØS-prospekt som gjelder tilbud rettet mot det norske markedet eller opptak til notering på norsk regulert marked, skal godkjennes av prospektmyndigheten, med mindre annet følger av denne paragraf eller av § 7-9 om gjensidig anerkjennelse av prospekt.

(4) EØS-prospekt utarbeidet av en utsteder med registrert forretningskontor i Norge skal godkjennes av prospektmyndigheten selv om tilbudet bare rettes mot markeder i en annen EØS-stat eller bare gjelder opptak til notering på regulert marked i en annen EØS-stat. En tilbyder eller utsteder kan likevel velge at myndighetene i den EØS-stat hvor tilbudet fremsettes eller opptak til notering søkes, skal godkjenne prospektet dersom prospektet gjelder ikke-aksjerelaterte verdipapirer som:

1. har minste pålydende på 1 000 euro eller mer, eller

2. gir rett til å kjøpe underliggende verdipapirer eller gir rett til kontantoppgjør.

(5) Prospektmyndigheten kan godkjenne prospekt utarbeidet av utstedere med registrert hovedkontor i land utenfor EØS etter de regler som gjelder i dette landet, forutsatt at prospektet er utarbeidet etter internasjonale standarder og opplysningene i prospektet tilsvarer de opplysninger som etter bestemmelsene i dette kapittelet skal gis i EØS-prospekt.

§ 7-8. Kontroll av prospekt mv.

(1) Prospektmyndigheten skal ved godkjenning av EØS-prospekt påse at prospektet inneholder de opplysninger som kreves etter lov eller forskrift.

(2) Departementet kan i forskrift fastsette at prospekter ved tilbud som ikke faller inn under § 7-7 skal sendes prospektmyndigheten for kontroll før prospektet offentliggjøres.

(3) Kontrollen av prospekt som gjelder verdipapirer av samme klasse som verdipapirer som er notert på et regulert marked skal avsluttes senest fem arbeidsdager etter at fullstendig prospekt er mottatt av prospektmyndigheten. Det samme gjelder kontrollen av prospekt som gjelder verdipapirer der det tidligere er utarbeidet prospekt etter reglene om tilbud. I andre tilfeller skal kontrollen avsluttes senest ti arbeidsdager etter at fullstendig prospekt er mottatt av prospektmyndigheten.

(4) Dersom prospektmyndigheten anser det ulovlig å gjennomføre tilbudet etter annen lov eller forskrift, kan den nedlegge forbud mot at tilbudet gjennomføres.

(5) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om gjennomføring av prospektkontrollen.

(6) Kredittilsynet er prospektmyndighet. Departementet kan bestemme at hele eller deler av Kredittilsynets myndighet etter dette kapittelet skal utøves av et regulert marked.

§ 7-9. Gjensidig anerkjennelse av EØS-prospekt

(1) EØS-prospekt som er godkjent av kontrollmyndigheten i en annen EØS-stat, skal anses godkjent fra det tidspunktet det foreligger melding fra EØS-staten om at prospektet er utarbeidet i samsvar med direktivet og godkjent av hjemstatens myndighet.

(2) Tilbydere med EØS-prospekt godkjent av prospektmyndigheten som skal rette tilbud mot markeder i annen EØS-stat, kan be prospektmyndigheten om å gi melding som nevnt i første ledd til den aktuelle staten. Det samme gjelder i forhold til

opptak til notering i en annen EØS-stat. Slik melding skal gis innen tre dager etter at anmodning er mottatt.

(3) Bestemmelsene i denne paragrafen gjelder ikke for obligasjoner og pengemarkedsinstrumenter med løpetid på under 12 måneder.

§ 7-10. Registrering av prospekt

Prospekt som ikke skal godkjennes etter § 7-7 skal sendes Foretaksregisteret for registrering før det offentliggjøres.

§ 7-11. Gebyr

(1) Prospektmyndigheten kan kreve gebyr til dekning av utgifter ved kontroll som nevnt i § 7-7 og § 7-8 fra den som utarbeider prospekt.

(2) Foretaksregisteret kan kreve gebyr av tilbydereren til dekning av utgifter ved registrering som nevnt i § 7-10.

(3) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om beregning og innkreving av gebyr.

§ 7-12. Gyldighet

(1) Et godkjent prospekt kan benyttes i 12 måneder etter offentliggjøringen, forutsatt at det utarbeides tillegg i samsvar med § 7-15.

(2) Et godkjent grunnprospekt kan benyttes i inntil 12 måneder, eller til perioden for utstedelse av verdipapirene er utløpt, etter nærmere regler fastsatt av departementet i forskrift.

(3) Et registreringsdokument kan benyttes i 12 måneder etter at det er godkjent, forutsatt at det er utarbeidet en oversikt over offentliggjort informasjon i samsvar med nærmere regler om informasjonsplikt og offentliggjøring fastsatt i medhold av lov om regulerte markeder.

IV. Utforming av prospekt

§ 7-13. Opplysninger i prospekt

(1) Et prospekt skal inneholde de opplysninger som, blant annet med hensyn til særlige forhold hos tilbydereren og arten av de verdipapirene som tilbys, er nødvendige for at investorene skal kunne foreta en velfundert vurdering av utsteders og eventuelle garantisters økonomiske stilling og utsikter og av rettigheter knyttet til de nevnte verdipapirene. Opplysningene i prospekt skal fremstilles i en lett forståelig og analyserbar form. Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om opplysninger i prospekt.

(2) Departementet kan i forskrift fastsette regler for innholdet i EØS-prospekter.

§ 7-14. Utforming av prospekt

(1) Et prospekt kan utformes som ett eller flere dokumenter. Dersom prospektet utformes som flere separate dokumenter, skal disse benevnes som registreringsdokument, verdipapirdokument og sammendrag. Etter nærmere regler fastsatt i forskrift av departementet, kan et prospekt ved låneprogram utformes som et grunnprospekt.

(2) Opplysninger som er offentliggjort og kontrollert etter § 7-7 eller registrert etter § 7-10, kan anses som del av prospektet ved at det henvises til disse. I så fall må det foreligge en referanseliste som viser hvor de relevante opplysningene fremgår. Henvisninger kan ikke gjøres i prospektets sammendrag.

(3) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om utforming av prospekt.

§ 7-15. Tillegg til prospekt

Enhver ny omstendighet, vesentlig feil eller unøyaktighet som kan få betydning for vurderingen av verdipapirene, og som fremkommer mellom tidspunktet for offentliggjøringen av prospektet og tidspunktet for akseptperiodens utløp eller opptaket til notering, skal fremgå av et tillegg til prospektet. Tillegget skal godkjennes i samsvar med § 7-7 og offentliggjøres uten ugrunnet opphold i samsvar med § 7-19.

§ 7-16. Utelatelse av visse opplysninger

Prospektmyndigheten kan tillate at enkelte opplysninger utelates i et prospekt

1. dersom offentliggjøring av opplysningene er i strid med allmenne hensyn,
2. dersom offentliggjøring av opplysningene fører til at utstederen blir alvorlig skadelidende, forutsatt at utelatelsen ikke vil kunne virke villende på offentligheten med hensyn til forhold som er av vesentlig betydning for vurderingen av utstederen, tilbydereren, eventuelle garantister eller verdipapirene,
3. dersom opplysningene har liten betydning og ikke kan innvirke på vurderingen av utstedere, tilbyderens og eventuelle garantisters økonomiske stilling og utsikter,
4. dersom informasjonen ikke er relevant på bakgrunn av utstederens virksomhet eller juridiske form, eller de aktuelle verdipapirene, og det ikke finnes tilsvarende opplysninger som kan anses relevante på bakgrunn av virksomheten mv.

§ 7-17. Språk

Prospekt skal utarbeides på norsk, engelsk, svensk eller dansk. Prospektmyndigheten kan kreve at sammendraget oversettes til norsk.

V. Ansvar og offentliggjøring mv.

§ 7-18. Ansvar

(1) Ved tilbud om tegning eller kjøp av aksjer som fremsettes av det selskapet som har utstedt aksjene, er selskapets styre ansvarlig for at prospektet fyller de krav som er fastsatt. Tilsvarende gjelder ved opptak til notering på regulert marked.

(2) Det skal fremgå av prospektet hvem som er ansvarlig for dette.

(3) De som er ansvarlige for prospektet, skal avgi en erklæring om at opplysningene i prospektet så langt de kjenner til er i samsvar med de faktiske forhold, og om at prospektet ikke inneholder villedende eller ufullstendige opplysninger om forhold som er av betydning ved bedømmelsen av spørsmålet om å akseptere tilbudet eller at det i prospektet ikke forekommer utelatelse som er av en slik art at de kan endre prospektets betydningsinnhold.

§ 7-19. Offentliggjøring av prospekt mv.

(1) Prospekt skal offentliggjøres senest når tilbudsperioden starter eller notering foretas. Ved tilbud om tegning av aksjer i en aksjeklasse som søkes notert for første gang, skal prospektet offentliggjøres senest seks arbeidsdager før tilbudsperiodens utløp.

(2) Prospekt kan offentliggjøres ved at det:

1. innrykkes i minst én riksdekkende avis,
2. stilles vederlagsfritt til disposisjon for allmennheten på tilbyderens forretningskontor eller på markedsplassens forretningskontor og hos verdipapirforetak som plasserer tilbudet,
3. gjøres tilgjengelig elektronisk på tilbyderens eller markedsplassens hjemmeside og på hjemmesiden til eventuelle verdipapirforetak som plasserer tilbudet, eller
4. gjøres tilgjengelig på prospektmyndighetens hjemmeside.

(3) Ved offentliggjøring etter annet ledd nr. 2 til 4, skal det opplyses i en riksdekkende avis hvor prospektet er tilgjengelig.

(4) Prospekt i papirformat skal kunne innhentes vederlagsfritt.

(5) Akseptblankett kan bare gis ut sammen med fullstendig prospekt.

(6) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om offentliggjøring av prospekt.

§ 7-20. Annonser mv.

Dersom det orienteres om tilbud i annonser eller på annen måte, skal det samtidig opplyses at nærmere opplysninger fremgår av prospektet, samt hvor prospektet kan innhentes. Opplysningene skal være i overensstemmelse med opplysningene i prospektet.

§ 7-21. Tilbakekall av aksept

(1) Dersom prospektet ikke inneholder opplysninger om pris eller fremgangsmåten for prisfastsettelsen, kan aksept av tilbudet tilbakekalles innen to dager etter at endelig pris og antall verdipapirer som tilbys er registrert hos prospektmyndigheten eller i Foretaksregisteret. Departementet kan i forskrift fastsette regler om slik registrering.

(2) Dersom det offentliggjøres tillegg som nevnt i § 7-15, kan aksept av tilbudet gjort før tillegget ble offentliggjort tilbakekalles innen to dager etter slik offentliggjøring.

Kapittel 8. Egenhandel

§ 8-1. Anvendelsesområde

(1) Bestemmelsene i dette kapittel gjelder ansatte i:

1. verdipapirforetak og deres tilknyttede agenter,
2. forvaltningsselskaper for verdipapirfond,
3. finansinstitusjoner,
4. foretak som inngår i finanskonsern med unntak av eiendomsmeglingsselskaper og inkassoselskaper,
5. pensjonskasser,
6. e-pengeforetak som ikke er unntatt fra lov om e-pengeforetak § 5-3, og
7. Innovasjon Norge, Statens nærings- og distriktsutviklingsfond, Husbanken, Folketrygd-fondet og Norges Bank,
som normalt har innsyn i eller arbeider med investeringstjenester eller forvaltning av finansielle instrumenter for foretaket eller foretakets kunders regning.

(2) Departementet kan i forskrift bestemme at bestemmelsen i dette kapittel skal gjelde for andre ansatte som arbeider med forvaltningen av offentlige midler og ansatte i offentlige institusjoner som driver finansieringsvirksomhet, enn de som er nevnt i første ledd nr. 7.

(3) Departementet kan gjøre unntak fra §§ 8-2 og 8-3 for ansatte i filial av norsk foretak. Det kan ikke gjøres unntak for handel med finansielle instrumenter som er notert på norsk regulert marked eller utstedt av et norsk foretak.

§ 8-2. Generelle regler om ansattes egenhandel

(1) Ansatte kan ikke utstede eller handle for egen regning med finansielle instrumenter som nevnt i § 2-2 første ledd nr. 4 og § 2-2 annet ledd nr. 3. Dette gjelder likevel ikke erverv av opsjoner på aksjer eller grunnfondsbevis i arbeidsgiverforetaket når opsjonene er utstedt av foretaket. Andre finansielle instrumenter, med unntak av andeler i verdipapirfond, kan avhendes tidligst 12 måneder etter ervervet.

(2) Ansatte kan ikke finansiere erverv av finansielle instrumenter ved lån som er opptatt med sikkerhet i egne finansielle instrumenter. Ansatte kan ikke selge finansielle instrumenter vedkommende ikke eier eller låne finansielle instrumenter.

(3) Departementet kan i forskrift eller ved enkeltvedtak gjøre unntak fra kravene i første og annet ledd, herunder hvilke typer finansielle instrumenter ansatte kan erverve og hvor lenge ervervede finansielle instrumenter må eies før de kan avhendes. Departementet kan videre fastsette vilkår for at minste eiertid kan fravikes.

(4) Ansatte kan ikke kjøpe finansielle instrumenter av arbeidsgiverforetaket, eller selge finansielle instrumenter til arbeidsgiverforetaket. Tilsvarende gjelder i forhold til verdipapirfond som arbeidsgiverforetaket er forvaltningsselskap for. Forbudet gjelder ikke erverv av aksjer eller grunnfondsbevis utstedt av foretaket eller rettigheter til slike aksjer eller grunnfondsbevis som er utstedt av foretaket eller erverv av andeler i verdipapirfond som forvaltes av arbeidsgiverforetaket.

(5) Ansatte skal på forhånd opplyse motparten dersom handelen foretas for den ansattes egen regning.

(6) Kredittilsynet kan gjøre unntak fra bestemmelsene i fjerde og femte ledd.

§ 8-3. Særlige regler om egenhandel for ansatte i visse typer foretak

(1) Ansatte i foretak som nevnt i § 8-1 første ledd nr. 2 til 7, kan ikke ved handel for egen regning benytte verdipapirforetak som regelmessig yter investeringstjenester av vesentlig omfang overfor arbeidsgiverforetaket. Dette gjelder ikke ved tegning av aksjer i henhold til fortrinnsrett etter aksjeloven eller allmennaksjeloven. Kredittilsynet kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra bestemmelsene i dette ledd.

(2) Ansatte i verdipapirforetak som arbeider med eller på annen måte har kjennskap til innholdet av en analyse eller rapport kan ikke handle for egen regning med finansielle instrumenter dersom den ansatte vet eller burde vite at verdipapirforetaket vil

offentliggjøre en analyse eller rapport om utsteder av vedkommende instrument som vil kunne få innvirkning på kursen på instrumentet ved offentliggjøring. Forbudet gjelder fire uker før offentliggjøringen, og frem til offentliggjøring er skjedd.

(3) Ansatte i verdipapirforetak kan ikke tre inn i avtaler med verdipapirforetakets oppdragsgivere.

§ 8-4. Krav til habilitet

Ansatte må ikke delta i beslutninger i arbeidsgiverforetaket om kjøp, salg eller tegning av finansielle instrumenter som er utstedt av et selskap som vedkommende leder, eller har ledende stilling i, eller hvor vedkommende er medlem av styret eller bedriftsforsamlingen. Ansatte må heller ikke delta i behandlingen av noe spørsmål som har slik betydning for vedkommende selv eller nærstående at vedkommende må anses for å ha en personlig eller økonomisk særinteresse i saken. Ansatte i Folkestrygdfondet kan likevel delta i beslutninger som nevnt i første punktum, selv om vedkommende er medlem av bedriftsforsamlingen i utstederforetaket. Departementet kan i forskrift gjøre tilsvarende unntak for ansatte i Statens nærings- og distriktsutviklingsfond, Husbanken og Norges Bank.

§ 8-5. Rapportering av egenhandel

(1) Ansatte i foretak som nevnt i § 8-1 første ledd skal umiddelbart gi melding til foretaket om enhver handel for egen regning med finansielle instrumenter. Det samme gjelder handel den ansatte har foretatt for regning av nærstående. Meldingen skal gis til én person som er utpekt av foretaket.

(2) Foretak som nevnt i § 8-1 første ledd skal påse at rapportering av egenhandel som nevnt i første ledd til enhver tid er tilgjengelig for Kredittilsynet. Rapporter oppbevares i minst tre år.

(3) Foretaket skal regelmessig vurdere om det foreligger overtredelse av bestemmelsene i kapitlet her. Dersom det er grunn til mistanke om overtredelse, skal foretaket straks rapportere dette til Kredittilsynet.

§ 8-6. Egenhandel foretatt av nærstående og tillitsvalgte

(1) Bestemmelsene i §§ 8-2 til 8-5 gjelder tilsvarende for styremedlem, varamedlem og observatør i foretak som nevnt i § 8-1 første ledd som normalt har innsyn i eller arbeider med investerings-tjenester eller forvaltning av finansielle instrumenter for foretaket eller foretakets kunders regning.

(2) Bestemmelsene i §§ 8-2 og 8-3 gjelder tilsvarende for kjøp, salg eller tegning ansatte eller tillits-

valgte nevnt i første ledd foretar for regning av nærstående som nevnt i § 2-5 nr. 1, 2 og 4. For nærstående av ansatte eller tillitsvalgte i verdipapirforetak gjelder bestemmelsene tilsvarende for kjøp, salg eller tegning som foretas av vedkommende verdipapirforetak for den nærståendes regning. For nærstående av ansatte eller tillitsvalgte i andre foretak enn verdipapirforetak gjelder forbudet i § 8-3 første ledd handel for egen regning gjennom verdipapirforetak som står oppført på arbeidsgiverforetakets lister som nevnt i § 8-7 tredje ledd.

§ 8-7. Arbeidsgiverforetakets plikter

(1) Foretak som nevnt i § 8-1 første ledd skal føre lister over ansatte, styremedlemmer, varamedlemmer og observatører som omfattes av bestemmelsene i dette kapittel.

(2) Foretakene skal ha interne regler som sikrer at foretaket fører en effektiv kontroll med at reglene i dette kapittel overholdes.

(3) Foretakene skal føre lister over verdipapirforetak som omfattes av § 8-3 første ledd.

Del 3. Verdipapirforetak

Kapittel 9. Tillatelse, vilkår og grensekryssende virksomhet

I. Tillatelse, søknad og tilbakekall

§ 9-1. Tillatelse til å yte investeringstjenester og tilknyttede tjenester

(1) Investeringstjenester som ytes på forretningsmessig basis kan bare ytes av foretak som har tillatelse til dette fra departementet. I tillatelsen skal det angis hvilke investeringstjenester og tilknyttede tjenester verdipapirforetaket kan yte. Verdipapirforetaket skal søke Kredittilsynet om godkjenning før det tilbyr tilknyttede tjenester ut over det som fremgår av tillatelsen.

(2) Tillatelse etter første ledd skal bare gis der konsesjonsmyndigheten anser vilkårene for å yte investeringstjenester i §§ 9-8 til 9-21 oppfylt, og der organiseringen av foretaket er av en slik art at det kan gjennomføres et effektivt og betryggende tilsyn med verdipapirforetaket.

§ 9-2. Unntak fra krav om tillatelse mv.

(1) Unntatt fra kravet om tillatelse i § 9-1 og de øvrige bestemmelsene i lovens kapittel 9 og 10 er den virksomhet som utøves av

1. Norges Bank,
2. Folketrygdfondet,
3. offentlige myndigheter som forvalter offentlig gjeld,
4. forvaltningsselskaper for verdipapirfond,

5. forsikringsselskaper,
6. pensjonskasser,
7. depotmottakere for verdipapirfond og pensjonskasser, og
8. foretak med tillatelse til å drive virksomhet som opsjonssentral, oppgjørssentral eller regulert marked.

(2) Første ledd gjelder tilsvarende for den som:

1. yter investeringstjenester ved enkelte anledninger som ledd i annen lovregulert eller selvregulert yrkesvirksomhet,
2. bare yter investeringstjenester overfor selskap innen samme konsern,
3. bare yter investeringstjenester som ledd i forvaltning av en ordning for arbeidstakeres eierandeler,
4. bare yter investeringstjenester som nevnt i nr. 2 og 3,
5. bare driver investeringsrådgivning under utøvelsen av annen yrkesvirksomhet, forutsatt at det ikke ytes særskilt vederlag for investeringsrådgivningen,
6. handler for egen regning i finansielle instrumenter, eller yter investeringstjenester knyttet til varederivater eller derivatkontrakter som nevnt i § 2-2 femte ledd nr. 5 til kundene i hovedvirksomheten, forutsatt at dette er en tilknyttet aktivitet til hovedvirksomheten vurdert på konsernbasis, og at denne hovedvirksomheten ikke er yting av investeringstjenester eller banktjenester,
7. har som hovedvirksomhet å handle for egen regning med varer eller varederivater, forutsatt at foretaket ikke er del av et konsern som har yting av andre investeringstjenester eller banktjenester som hovedvirksomhet,
8. yter investeringstjenester utelukkende ved å handle for egen regning i derivatmarkedet og spotmarkedet, forutsatt at vedkommendes eneste formål er å sikre egne posisjoner i derivatmarkedet, og forutsatt at oppgjørssentraler eller oppgjørssentral fra de samme markedene trer inn som part eller på annen måte garanterer for oppfyllelsen av kontraktene,
9. handler for andre medlemmers regning i derivatmarkedet, eller stiller priser for slike medlemmer, forutsatt at kontraktene som inngås eller prisene som stilles er sikret ved at oppgjørssentraler eller oppgjørssentral fra de samme markedene trer inn som part eller på annen måte garanterer for oppfyllelsen av kontraktene eller prisene.

(3) Departementet kan gi utfyllende forskrifter om unntakene i bestemmelsen her.

§ 9-3. Søknad om tillatelse

(1) I søknad om tillatelse skal det opplyses om hvilke av tjenestene som nevnt i § 2-1 foretaket skal yte, og andre opplysninger av betydning for vurderingen av om tillatelse skal gis. Søknaden skal inneholde opplysninger som viser at de lovbestemte kravene i kapittel 9 og 10 er oppfylt. Konsesjonsmyndighetene kan be om ytterligere opplysninger.

(2) Foretakets vedtekter, driftsplan og interne rutiner for organisering som nevnt i § 9-10 skal være vedlagt.

(3) Dersom søkeren er:

1. datterforetak av et verdipapirforetak eller en kredittinstitusjon med tillatelse i en annen EØS-stat,
 2. datterforetak av et hovedforetak for et annet verdipapirforetak eller en kredittinstitusjon med tillatelse i en annen EØS-stat, eller
 3. kontrollert av de samme fysiske eller juridiske personer som kontrollerer et verdipapirforetak med tillatelse i en annen medlemsstat
- kan tillatelse bare gis etter samråd med myndighetene i vedkommende EØS-stat.

(4) Vedtak om tillatelse skal meddeles søker snarest mulig og senest seks måneder etter at søknaden ble mottatt. Dersom søknaden ikke inneholder de opplysninger som er nødvendig for å avgjøre om tillatelse skal gis, regnes fristen fra det tidspunkt slike opplysninger ble mottatt.

(5) Verdipapirforetaket kan starte sin virksomhet umiddelbart etter at tillatelse er gitt.

§ 9-4. Endring eller tilbakekall av tillatelse

(1) Kredittilsynet kan helt eller delvis endre, herunder sette nye vilkår, eller tilbakekalle tillatelse til å yte investeringstjenester dersom verdipapirforetaket:

1. ikke gjør bruk av tillatelsen innen tolv måneder, gir uttrykkelig avkall på tillatelsen eller har opphørt å yte investeringstjenester i mer enn seks måneder,
2. har fått tillatelsen ved hjelp av uriktige opplysninger eller andre uregelmessigheter,
3. ikke lenger oppfyller de vilkår som ble stilt for tillatelsen, herunder kravene til ansvarlig kapital,
4. foretar alvorlige eller systematiske overtredelser av bestemmelser gitt i eller i medhold av lov,
5. gjør seg skyldig i mislige forhold som gir grunn til å frykte at en fortsettelse av virksomheten kan skade allmenne interesser, eller
6. ikke etterkommer pålegg gitt i medhold av § 16-3.

(2) Første ledd gjelder tilsvarende for tillatelse gitt i medhold av § 9-5 og § 9-6.

(3) Dersom tillatelsen til et foretak som driver virksomhet i en annen EØS-stat tilbakekalles, skal vedkommende myndigheter i vertsstaten underrettes.

§ 9-5. Regulerte markeders adgang til å drive multilateral handelsfasilitet

Departementet gir foretak med tillatelse i medhold av lov om regulerte markeder tillatelse til å drive multilateral handelsfasilitet, jf. kapittel 11, dersom foretaket oppfyller §§ 9-1, 9-9, 9-10, 9-11, 9-13 og 11-1.

§ 9-6. Tillatelse til å yte kreditt

(1) Verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjon, kan bare yte kreditt etter tillatelse fra departementet. Kreditt kan kun ytes til kjøp av finansielle instrumenter som handles gjennom foretaket.

(2) Foretak med tillatelse til å yte kreditt skal påse at det stilles betryggende sikkerhet for kreditten.

(3) Foretaket kan ikke yte kreditt til kunder dersom det foreligger særlige forhold som medfører risiko for at kunden ikke kan oppfylle sine forpliktelser.

(4) Foretaket kan ikke yte kreditt på bedre vilkår enn de alminnelige vilkår foretaket ellers benytter, ved kreditt til:

1. styremedlem,
2. person som alene eller sammen med andre avgjør foretakets kredittsaker,
3. aksjeeier med minst tre prosent av aksjekapitalen,
4. noen som etter § 2-5 nr. 1 til 4 er nærstående til person som nevnt i punkt 1 til 3.

§ 9-7. Offentlig register over foretak med adgang til å yte investeringstjenester

Kredittilsynet skal påse at det føres et offentlig register over foretak med adgang til å yte investeringstjenester i Norge, herunder foretak nevnt i §§ 9-24 og 9-25. Registeret skal inneholde opplysninger om hvilke investeringstjenester og tilknyttede tjenester foretakene kan yte.

II. Vilkår for tillatelse

9-8. Organisasjonsform

(1) Tillatelse til å yte investeringstjenester kan gis til kredittinstitusjon, aksjeselskap eller allmennaksjeselskap.

(2) Gis tillatelse til aksjeselskap eller allmennaksjeselskap gjelder følgende særregler:

1. selskapet skal ha forretningskontor og hovedkontor i Norge,
2. tillatelse kan nektes dersom et medlem av selskapets styre ikke oppfyller nødvendige krav til hederligandel og erfaring, og
3. tillatelse kan nektes dersom aksjeeier med betydelig eierandel i selskapet ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket.

(3) Departementet kan i forskrift gjøre unntak fra kravet til foretaksform i første ledd, og kan i tilfelle fastsette nærmere regler om organisering av virksomheten mv.

§ 9-9. Verdipapirforetaks ledelse

(1) Styremedlemmer, daglig leder og andre som faktisk deltar i ledelsen av verdipapirforetak, skal ha relevante kvalifikasjoner og yrkeserfaring, ha ført en hederligandel, og for øvrig ikke ha utvist utilbørlig atferd som gir grunn til å anta at stillingen eller vervet ikke vil kunne ivaretas på forsvarelig måte.

(2) Den faktiske ledelsen av verdipapirforetak skal forestås av minst to personer. Kredittilsynet kan ved forskrift eller enkeltvedtak gjøre unntak fra kravet i første punktum.

(3) Verdipapirforetak skal opplyse Kredittilsynet om skifte av ledere som nevnt i første ledd, herunder gi opplysninger som er relevante for å vurdere om personen fyller vilkårene i første ledd. For verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjon, gjelder opplysningsplikten også ved endringer i sammensetningen av selskapets styre.

(4) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om krav til personer som leder verdipapirforetak.

§ 9-10. Aksjeeierstruktur

(1) Eier av betydelig eierandel i verdipapirforetak skal være egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket.

(2) Erverv av betydelig eierandel i verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjon, kan bare gjennomføres etter at melding om dette på forhånd er sendt til Kredittilsynet av erververen.

(3) Melding til Kredittilsynet skal også sendes for økning av eierandel som medfører at vedkommendes andel av aksjekapitalen eller stemmene når opp til eller overstiger 20 prosent, 33 prosent eller 50 prosent.

(4) Kredittilsynet skal innen tre måneder fra den dag melding som nevnt i annet og tredje ledd

er mottatt, nekte slikt erverv dersom vedkommende aksjeeier ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av verdipapirforetaket.

(5) Dersom erververen av en betydelig eierandel i verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjon, er verdipapirforetak, kredittinstitusjon, forsikringsselskap eller forvaltningsselskap for verdipapirfond fra annet EØS-land, og verdipapirforetaket som følge av ervervet vil bli vedkommendes datterforetak, kan tillatelse bare gis etter samråd med tilsynsmyndighetene i vedkommende EØS-land. Første punktum gjelder tilsvarende for erverv foretatt av personer som kontrollerer nevnte type foretak. Fristen etter denne paragrafs fjerde ledd gjelder ikke i slike tilfeller.

(6) Kredittilsynet kan sette frister for gjennomføring av erverv etter annet og tredje ledd.

(7) Ved avhendelse av eierandel som medfører at eierandelens størrelse kommer under grensene som nevnt i annet og tredje ledd, skal avhenderen gi melding til Kredittilsynet.

(8) Kredittilsynet gir nærmere regler om plikten til å gi melding om foretakets aksjeeiere som nevnt i denne paragraf.

§ 9-11. Organisering av virksomheten

(1) Verdipapirforetak skal innrette sin virksomhet slik at foretaket:

1. har tilstrekkelige og betryggende retningslinjer og rutiner som skal sikre etterlevelse av foretakets forpliktelser etter lov og forskrifter,
2. er oppbygd og organisert på en slik måte at risikoen for interessekonflikter mellom foretaket og dets kunder eller foretakets kunder seg imellom begrenses til et minimum, jf. § 10-10,
3. treffer rimelige tiltak som skal sikre kontinuitet og regelmessighet i investeringstjenestevirksomheten, herunder ha nødvendige systemer, ressurser og prosedyrer,
4. treffer betryggende tiltak slik at operasjonell risiko begrenses til et minimum når det benyttes seg av en tredjepart til utføring av operasjonelle funksjoner, jf. annet ledd,
5. har effektive informasjonsbehandlingssystemer, gode administrasjons- og regnskapsrutiner, kontroll- og sikkerhetsordninger, samt stillingsinstrukser som særskilt regulerer ansvarsfordelingen mellom daglig leder og andre ledere av virksomheten,
6. har tilfredsstillende interne kontrollmetoder, som blant annet omfatter regler for personlige transaksjoner som foretas av foretakets ledere, ansatte og tilknyttede agenter,

7. sørger for at det blir ført lister over alle investeringstjenester, herunder alle utførte transaksjoner, som skal være minst så fyllestgjørende at Kredittilsynet kan kontrollere om de regler Kredittilsynet har ansvar for, er overholdt. Slike lister skal oppbevares i minst fem år. Kredittilsynet skal ha tilgang til og føre tilsyn med lister ført av norske filialer av utenlandske verdipapirforetak, jf. §§ 9-24 og 9-25,
8. har interne instruksjoner for de ansattes adgang til å være medlem av styre, bedriftsforsamling eller representantskap eller ha slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-3 annet ledd eller allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd i selskaper. Slike instruksjoner skal også omfatte styremedlemmer som har slik innflytelse i verdipapirforetaket som nevnt i aksjeloven § 1-3 annet ledd eller allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd. Tilsvarende instruksjoner skal utarbeides for tilfeller der det er gitt dispensasjon etter § 10-3 annet ledd, og
9. har interne rutiner for krav til og beregning av sikkerhet ved formidling og inngåelse av avtaler etter § 10-5 første og annet ledd og § 10-6, samt ved kredittgivning etter § 9-6.

(2) Verdipapirforetak som utkontrakterer funksjoner, kan ikke overlate viktige operasjonelle funksjoner til tredjepart dersom dette fører til at

1. foretakets internkontroll og evne til å påse etterlevelsen av dets forpliktelser blir merkbart forringet, eller
2. Kredittilsynets mulighet for å føre tilsyn med virksomheten merkbart forringes eller vanskeliggjøres.

(3) Verdipapirforetak skal treffe betryggende tiltak slik at kundens finansielle instrumenter holdes atskilt fra foretakets finansielle instrumenter. Verdipapirforetak kan bare benytte kundens finansielle instrumenter for egen regning dersom kunden uttrykkelig har gitt samtykke til dette.

(4) Verdipapirforetak skal treffe betryggende tiltak slik at kundemidler holdes atskilt fra foretakets midler. Verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjoner, kan ikke benytte kundemidler for egen regning.

(5) Styret og daglig leder skal utarbeide interne retningslinjer og instruksjoner i samsvar med første ledd.

(6) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om organisering av verdipapirforetak, herunder om foretakenes interne retningslinjer, instruksjoner og oppgaveplikt. Departementet kan også fastsette særlige regler om utkontraktering.

§ 9-12. Verdipapirforetakenes sikringsfond

(1) Verdipapirforetak skal være medlem av Verdipapirforetakenes sikringsfond.

(2) Fondets formål er ved manglende økonomisk evne hos medlemmene å gi dekning for krav som skyldes medlemmenes behandling av kunders midler og finansielle instrumenter.

(3) Fondets forpliktelser finansieres av medlemmene slik at deres ansvar er prinsipalt prorata-risk, subsidiært solidarisk.

(4) Fondet kan ikke gjøre gjeldende andre innsigelser overfor skadelidte enn de innsigelser verdipapirforetaket selv har i forhold til skadelidte.

(5) Departementet kan i forskrift gi nærmere regler om fondet, herunder om fondets virksomhet og finansiering, hvem som plikter å være medlem i fondet, ansvarets omfang, og om rettigheter og plikter for medlemmene og mulige skadelidte.

(6) Departementet kan bestemme i hvilken grad reglene om Verdipapirforetakenes sikringsfond skal gjelde for kredittinstitusjoner og utenlandske foretak som yter investeringstjenester i Norge. Departementet kan bestemme at enkelte grupper av investorer eller enkelte typer krav ikke behøver å være dekket av fondet.

§ 9-13. Startkapital

(1) Verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjon, skal ha en startkapital på et beløp i norske kroner som minst svarer til 730.000 euro. For foretak som i henhold til tillatelsen bare skal yte enkelte investeringstjenester, kan Kredittilsynet gi tillatelse til en lavere startkapital, men ikke lavere enn et beløp i norske kroner som svarer til 125.000 euro.

(2) Departementet kan i forskrift gjøre unntak fra første ledd og fastsette nærmere regler om startkapital.

§ 9-14. Krav til kapital i forhold til virksomheten

(1) Et verdipapirforetak skal til enhver tid oppfylle de krav til kapital som følger av §§ 9-15 og 9-16, samt forskrift og enkeltvedtak gitt i medhold av disse bestemmelsene.

(2) Verdipapirforetaket skal organiseres og drives på en forsvarlig måte. Dette innebærer blant annet at foretaket skal ha:

1. klar organisasjonsstruktur,
2. klar ansvarsfordeling,
3. klare og hensiktsmessige styrings- og kontrollordninger,
4. hensiktsmessige retningslinjer for å identifisere, styre, overvåke og rapportere risiko institusjonen er, eller kan bli, eksponert for.

(3) Verdipapirforetakets styrings- og kontrollordninger samt retningslinjer og rutiner skal stå i forhold til risikoen ved og omfanget av virksomheten i foretaket.

§ 9-15. Beregnet kapitalkrav

(1) Et verdipapirforetaks ansvarlige kapital skal til enhver tid utgjøre minst åtte prosent av et beregningsgrunnlag etter regler fastsatt i forskrift.

(2) For verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjon, kan ikke den ansvarlige kapitalen i noe tilfelle være mindre enn de beløp som følger av § 9-13 første ledd.

(3) Beregningsgrunnlaget for kravet til ansvarlig kapital skal tilsvare summen av beregningsgrunnlagene for kredittisiko, markedsrisiko og operasjonell risiko.

(4) Beregningsgrunnlaget for kredittisiko skal fastsettes med utgangspunkt i risikovekter fastsatt i forskrift (standard metode) eller med utgangspunkt i risikoparametere helt eller delvis fastsatt av institusjonen selv på bakgrunn av interne målemetoder for klassifisering og kvantifisering av kredittisiko (internbasert rating metode - IRB).

(5) Beregningsgrunnlaget for markedsrisiko skal fastsettes med utgangspunkt i regler fastsatt i forskrift, eller med utgangspunkt i interne målemetoder.

(6) Beregningsgrunnlaget for operasjonell risiko skal fastsettes som: en andel av gjennomsnittlig inntekt (basis metode), en andel av inntekten innenfor de ulike forretningsområder multiplisert med en indikator på tapserfaring fastsatt av departementet (sjablongmetode) eller på bakgrunn av interne målemetoder for operasjonell risiko (avanserte metoder).

(7) Kredittilsynet kan i forskrift eller ved enkeltvedtak frita verdipapirforetak med tillatelse til å yte investeringstjenestene som nevnt i § 2-1 første ledd nr. 3 og 5, og forvaltningsselskap for verdipapirfond med tillatelse til å drive aktiv forvaltning, fra krav til ansvarlig kapital for operasjonell risiko.

(8) Interne risikostyringsmetoder for blant annet kredittisiko og markedsrisiko, samt avanserte metoder for operasjonell risiko, kan kun benyttes for beregning av kravet til ansvarlig kapital etter tillatelse gitt av tilsynsmyndigheten.

(9) Kredittilsynet kan i særlige tilfeller og for en tidsbegrenset periode samtykke i at et verdipapirforetak kan ha lavere kapitaldekning enn det som følger av denne paragraf.

(10) Departementet kan i forskrift fastsette bestemmelser om:

1. hva som skal anses som ansvarlig kapital og sammensetningen av denne,
2. beregningsgrunnlaget for kredittisiko, markedsrisiko og operasjonell risiko,
3. bruk av interne målemetoder,
4. hvilke sikkerheter det kan tas hensyn til ved beregningen av minstekravet til kapital etter denne paragraf.

§ 9-16. Vurdering av samlet kapitalbehov og tilsynsmessig oppfølging

(1) Et verdipapirforetak skal til enhver tid ha oversikt over og vurdere hvilken risiko som er knyttet til virksomheten. Et verdipapirforetak skal videre til enhver tid ha ansvarlig kapital som er ansvarlig ut fra risikoen ved og omfanget av den virksomhet foretaket driver.

(2) Et verdipapirforetak skal vurdere kapitalbehovet på kort og lengre sikt og hvordan dette kapitalbehovet kan tilfredsstilles. Vurderingen av kapitalbehov skal omfatte størrelsen på, og sammensetningen og fordelingen av, kapitalen sett i forhold til arten og omfanget av den risiko som til enhver tid er knyttet til virksomheten og til den risiko som vil kunne oppstå.

(3) Kredittilsynet skal se til at de verdipapirforetak det har tilsyn med har hensiktsmessige og klare retningslinjer og rutiner, i samsvar med lov og bestemmelser gitt i medhold av lov, for vurdering, styring og kontroll av risiko og kapitalbehov.

(4) Kredittilsynet kan pålegge foretakene å ha en høyere ansvarlig kapital enn de lovbestemte minstekrav, jf. kredittilsynsloven § 4 første ledd nr. 4.

(5) Departementet kan i forskrift fastsette bestemmelser om interne retningslinjer og rutiner for vurdering, styring og kontroll av risiko og kapitalbehov.

§ 9-17. Opplysningskrav

(1) Et verdipapirforetak skal offentliggjøre informasjon om virksomheten, risikoen knyttet til foretaket og ansvarlig kapital etter bestemmelser fastsatt i forskrift.

(2) Departementet kan i forskrift fastsette bestemmelser om:

1. foretakenes offentliggjøring av informasjon,
2. krav til dokumentasjon, herunder bestemmelser som gjør unntak fra lov 14. april 2000 nr. 31 om behandling av personopplysninger.

§ 9-18. Retting og pålegg

(1) Verdipapirforetak som ikke oppfyller krav i henhold til §§ 9-14, 9-15, 9-16 og 9-17 eller forskrifter fastsatt i medhold av lovbestemmelsene, skal

straks iverksette nødvendige tiltak for å rette opp dette. Ved manglende etterlevelse av kravene kan Kredittilsynet pålegge foretakene å:

1. endre organiseringen, styringen og kontrollen av virksomheten og de strategier, prosesser, retningslinjer og rutiner som virksomheten drives etter,
2. ha høyere kapitalkrav som følge av foretakets tapsavsetningspraksis eller behandlingen av eiendeler,
3. endre eller begrense virksomheten,
4. redusere risikoen knyttet til virksomheten, herunder produkter og systemer.

§ 9-19. Unntak fra allmennaksjeloven § 8-1

Allmennaksjeloven § 8-1 annet ledd gjelder ikke for verdipapirforetak.

§ 9-20. Høyeste engasjement med en enkelt kunde

(1) Et verdipapirforetak kan ikke ha høyere samlet engasjement med en enkelt kunde enn det som til enhver tid er forsvarlig.

(2) Departementet kan fastsette forskrift om høyeste samlede engasjement med en enkelt kunde, herunder om beregningsmåte for engasjement i og utenfor balansen.

(3) Departementet kan gi bestemmelser om anvendelsen av grense for høyeste engasjement med en enkelt kunde også på engasjementer med to eller flere kunder, når bestemmende innflytelse eller økonomiske forbindelser mellom disse kan ha vesentlig betydning ved kredittvurderingen.

§ 9-21. Konsolideringsregel

(1) Kravene i §§ 9-14 og 9-20 skal anvendes på konsolidert grunnlag, dersom verdipapirforetaket:

1. har et datterforetak som er verdipapirforetak, eller finansinstitusjon,
2. direkte eller indirekte har 20 prosent eller mer av stemmerettene eller kapitalen i foretak som nevnt i nr. 1, eller
3. har morselskap som ikke driver annen virksomhet enn å forvalte sine eierinteresser i konsernet.

(2) Kravene i § 9-14 skal anvendes på konsolidert grunnlag, dersom verdipapirforetaket:

1. har en kapitalinteresse i et annet foretak som nevnt i finansieringsvirksomhetsloven § 2a-2 bokstav h i annet foretak, eller
2. er underlagt felles ledelse som et annet foretak som nevnt i finansieringsvirksomhetsloven § 2a-2 bokstav i, med annet foretak.

(3) Departementet kan gi nærmere regler om konsolidering, herunder om hva som skal regnes

som datterforetak eller morselskap etter første ledd.

III. Grenseoverskridende virksomhet mv.

§ 9-22. Filial mv.

(1) Verdipapirforetak skal gi melding til Kredittilsynet før det oppretter filial i Norge. Filialen skal ha en leder som oppfyller kravene i § 9-9 første ledd.

(2) Verdipapirforetak som har tillatelse til å yte investeringstjenester, kan yte slike tjenester i annen EØS-stat etter reglene i § 9-23.

(3) Verdipapirforetak kan etter tillatelse fra Kredittilsynet etablere filial eller datterselskap utenfor EØS-området.

(4) Første ledd første punktum, annet og tredje ledd gjelder ikke for kredittinstitusjoner.

§ 9-23. Melding om virksomhet i annen EØS-stat

(1) Verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjon og som ønsker å utøve virksomhet i annen EØS-stat, skal gi Kredittilsynet melding om dette.

(2) Meldingen skal inneholde følgende opplysninger:

1. hvor foretaket har til hensikt å utøve virksomhet, og
2. en virksomhetsplan der det særlig angis hvilke investeringstjenester som skal ytes og om selskapet har til hensikt å benytte tilknyttede agenter.

(3) Melding om etablering av filial skal i tillegg inneholde følgende opplysninger:

1. hvordan filialen skal være organisert,
2. adresse i vertsstaten der dokumenter kan innhentes, og
3. navnene på de personer som utgjør filialens ledelse.

(4) Verdipapirforetak eller regulert marked som driver multilateral handelsfasilitet og som ønsker å utøve slik virksomhet i annen EØS-stat, skal gi Kredittilsynet melding om dette. Meldingen skal inneholde opplysninger om hvor foretaket har til hensikt å utøve virksomhet. Kredittilsynet skal innen en måned etter å ha mottatt meldingen, oversende den til vedkommende myndighet i vertsstaten. Kredittilsynet skal på forespørsel og innen rimelig tid oversende opplysninger om identiteten til etablerte medlemmer og deltakerne til vedkommende myndighet i vertsstaten.

(5) Dersom verdipapirforetaket har til hensikt å benytte tilknyttede agenter, skal Kredittilsynet på forespørsel og innen rimelig tid oversende til vedkommende myndighet i vertsstaten opplysninger om identiteten til de tilknyttede agentene.

(6) Ved melding om utøvelse av virksomhet direkte fra forretningssted i Norge, skal Kredittilsynet innen en måned etter å ha mottatt meldingen, oversende den til vedkommende myndighet i vertsstaten og underrette verdipapirforetaket om dette. Verdipapirforetaket kan fra underretnings tidspunktet yte de aktuelle investeringstjenester i vertsstaten.

(7) Ved melding om etablering av filial i annen EØS-stat, skal Kredittilsynet innen 3 måneder etter å ha mottatt meldingen, oversende den til vedkommende myndighet i vertsstaten og underrette verdipapirforetaket om dette. Kredittilsynet skal også oversende opplysninger om eventuelle erstatningsordninger som har til formål å verne filialens kunder. Så snart vertsstatens myndighet har gitt opplysninger om de vilkår som skal gjelde for foretaket, herunder reglene om god forretningsskikk, kan filialen etableres og starte sin virksomhet. Tilsvarende gjelder dersom det ikke er mottatt noen opplysninger fra vertsstatens myndighet innen to måneder etter at de har mottatt melding fra Kredittilsynet.

(8) Oversendelse til vertsstatens myndighet etter syvende ledd skal ikke foretas dersom Kredittilsynet har grunn til å betvile at verdipapirforetakets administrative organisering eller økonomiske stilling er god nok, tatt i betraktning den virksomhet som er planlagt. Kredittilsynets beslutning skal i tilfelle begrunnes overfor verdipapirforetaket innen tre måneder etter at Kredittilsynet har mottatt alle opplysninger i saken.

(9) Ved endring av opplysninger gitt etter første til femte ledd skal verdipapirforetaket eller regulert marked som driver multilateral handelsfasilitet gi skriftlig melding om dette til Kredittilsynet og vedkommende myndighet i vertsstaten før endringen foretas. Der det er etablert filial i annen EØS-stat, skal melding gis minst en måned før endring foretas.

(10) Kredittilsynet skal underrette vertsstatens myndighet dersom det foretas endringer i opplysninger som er gitt om eventuelle erstatningsordninger som har til formål å verne filialens kunder.

§ 9-24. Verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat

(1) §§ 9-1 og 9-8 er ikke til hinder for at verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat yter investeringstjenester i Norge direkte fra forretningssted i annen EØS-stat eller gjennom filial. Slike foretak må være gitt tillatelse til å yte investeringstjenester og være underlagt tilsyn i hjemsta-

ten. Dersom foretaket oppretter flere forretningssteder i Norge skal disse regnes som én filial.

(2) Innen to måneder etter at Kredittilsynet har mottatt melding fra myndighetene i annen EØS-stat om etablering av filial etter første ledd, skal Kredittilsynet forberede tilsynet med foretaket og opplyse foretaket om de vilkår, herunder reglene for god forretningsskikk, som gjelder for utøvelsen av virksomhet i Norge. Filialen kan etableres så snart Kredittilsynet har gitt de nevnte opplysninger, eller senest to måneder etter at Kredittilsynet har mottatt meldingen.

(3) Så snart Kredittilsynet har mottatt melding fra myndighetene i annen EØS-stat om ytelse av investeringstjeneste direkte fra forretningssted etter første ledd, skal Kredittilsynet opplyse verdipapirforetaket om de vilkår, herunder reglene for god forretningsskikk, som gjelder for utøvelsen av virksomhet i Norge. Verdipapirforetaket kan yte de aktuelle investeringstjenester fra det tidspunkt Kredittilsynet har mottatt melding fra hjemstaten.

(4) Ved endringer av opplysninger i meldinger Kredittilsynet mottar etter denne paragraf, gjelder § 9-23 syvende ledd tilsvarende for verdipapirforetakets plikt til å gi skriftlig melding til Kredittilsynet.

§ 9-25. Verdipapirforetak med hovedsete utenfor EØS

(1) Verdipapirforetak med hovedsete utenfor EØS kan gis tillatelse av departementet til å yte investeringstjenester i Norge gjennom filial. Slike foretak kan i særlige tilfeller også gis tillatelse til å yte tjenester i Norge direkte fra forretningssted utenfor EØS.

(2) Foretaket kan gis tillatelse til å yte tilknyttede tjenester som nevnt i § 2-1 annet ledd, jf. § 9-1 dersom det kan drive tilsvarende virksomhet i sin hjemstat.

(3) Tillatelse etter første og annet ledd kan kun gis foretak som har tillatelse til å yte investeringstjenester og er underlagt betryggende tilsyn i hjemstaten.

(4) § 9-3 første og annet ledd gjelder tilsvarende for søknad om tillatelse etter første ledd.

§ 9-26. Verdipapirhandellovens anvendelse for utenlandske verdipapirforetak

(1) For foretak med hovedsete i annen EØS-stat som yter investeringstjenester i Norge etter § 9-24, gjelder følgende av lovens bestemmelser og forskrifter fastsatt i medhold av disse:

1. kapittel 1 til 7,

2. §§10-4 og 10-5 for så vidt gjelder finansielle instrumenter notert på norsk regulert marked eller utstedt av norsk foretak, og fastsatt i medhold av disse § 10-17,
3. kapittel 12 til 14,
4. kapittel 16 og 17.

For foretak med hovedsete i annen EØS-stat som yter investeringstjenester i Norge gjennom filial, gjelder i tillegg §§ 10-11, 10-12, 10-13, 10-18, 10-19 og 10-20 og forskrifter fastsatt i medhold av disse.

(2) For foretak med tillatelse etter § 9-25 gjelder bestemmelsene i denne lov, med unntak av:

1. § 9-10 dersom dette er bestemt av Kredittilsynet og tilsvarende regler følger av hjemstatens rett,
2. § 9-22 annet og tredje ledd, §§ 9-23 og 9-24, samt kapittel 16,
3. kapittel 15 dersom dette er bestemt av Kredittilsynet på bakgrunn av tilsynsavtale med hjemstatens myndighet.

(3) Departementet kan gjøre unntak fra denne paragraf der virksomheten er begrenset eller der foretakets virksomhet er regulert av tilsvarende bestemmelser fastsatt av myndighetene i foretakets hjemstat.

§ 9-27. Verdipapirhandellovens anvendelse for norske verdipapirforetaks filial i utlandet

Departementet kan gjøre unntak fra § 10-5 for den virksomhet som drives i norske verdipapirforetaks filial i utlandet. Unntak kan bare gjøres dersom filialen er omfattet av eventuelle tilsvarende regler i vertsstaten og under forutsetning av at foretaket har betryggende sikkerhet for oppgjøret. For tillitsvalgte og ansattes handel for egen regning med finansielle instrumenter gjelder § 8-1 tredje ledd.

Kapittel 10. Verdipapirforetaks virksomhet mv.

I. Generelle bestemmelser

§ 10-1. Løpende overensstemmelse med vilkår for tillatelse

Verdipapirforetak plikter å innrette sin virksomhet slik at den til enhver tid er i overensstemmelse med reglene i kapittel 9 og de vilkår som er satt for tillatelsen, samt å opplyse Kredittilsynet om vesentlige endringer i forutsetningene som lå til grunn for tillatelsen.

§ 10-2. Verdipapirforetaks adgang til å drive annen næringsvirksomhet

(1) Verdipapirforetak kan utover det som følger av § 9-1, § 9-6 eller tillatelse til å drive finansieringsvirksomhet, ikke drive annen næringsvirksomhet uten at dette har naturlig sammenheng med utøvelsen av investeringstjenestevirksomheten.

(2) Kredittilsynet kan i særlige tilfelle gjøre unntak fra første ledd.

(3) Dersom dette svekker verdipapirforetakets uavhengige stilling, kan verdipapirforetaket ikke:

1. ha ubegrenset ansvar i annet foretak,
2. ha eiendeler i og delta i driften av annen næringsvirksomhet, eller
3. ha slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-3 annet ledd eller allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd.

§ 10-3. Ansattes adgang til å drive næringsvirksomhet mv.

(1) Ansatte i verdipapirforetak som normalt har innsyn i eller arbeider med foretakets investerings-tjenester må ikke være medlem av styre, bedriftsforsamling eller representantskap i foretak med finansielle instrumenter som er gjenstand for organisert omsetning eller forvaltningsselskap for verdipapirfond. Vedkommende må heller ikke ha slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-3 annet ledd eller allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd i slikt selskap.

(2) Kredittilsynet kan i særlige tilfelle gjøre unntak fra bestemmelsen i første ledd første punktum.

§ 10-4. Salg av finansielle instrumenter verdipapirforetaket eller kunden ikke eier

(1) Ved salg av finansielle instrumenter verdipapirforetaket ikke eier, må foretaket ha tilgang til de finansielle instrumentene slik at rettidig levering er sikret på avtaletidspunktet.

(2) Verdipapirforetak kan bare formidle og utføre ordre om salg av finansielle instrumenter kunden ikke eier dersom kunden har tilgang til de finansielle instrumentene og foretaket er sikret rettidig levering på avtaletidspunktet.

§ 10-5. Lån av finansielle instrumenter

(1) Ved formidling av avtaler om lån av finansielle instrumenter, skal verdipapirforetaket påse at det stilles betryggende sikkerhet for lånet. Sikkerheten skal minst tilsvare instrumentenes markedsverdi til enhver tid, med tillegg av en marginsikkerhet etter nærmere regler fastsatt av departementet.

(2) Kravet til sikkerhetsstillelse etter første ledd gjelder tilsvarende dersom verdipapirforetaket låner ut finansielle instrumenter fra egen portefølje.

(3) Låneavtaler etter første og annet ledd samt avtaler om verdipapirforetaks lån av finansielle instrumenter skal være standardiserte.

§ 10-6. Verdipapirforetaks handel med derivater

(1) Ved formidling av og handel i finansielle instrumenter som nevnt i § 2-2 første ledd nr. 4, skal verdipapirforetak påse at det har betryggende sikkerhet for oppfyllelse av sine forpliktelser. Departementet kan fastsette nærmere regler om sikkerhetsstillelse.

(2) Ved handel som foretas under medvirkning av norsk eller utenlandsk oppgjørssentral som driver virksomhet som nevnt i § 2-6, skal verdipapirforetak påse at kunden stiller minst den samme sikkerheten som den oppgjørssentralen krever.

(3) Første ledd gjelder tilsvarende for verdipapirforetaks handel for egen regning.

§ 10-7. Handel i finansielle instrumenter som er registrert i et verdipapirregister

Verdipapirforetak skal registrere handler med registrerte finansielle instrumenter i et verdipapirregister samme dag som avtale inngås.

§ 10-8. Clearingplikt

Verdipapirforetaks handel i derivater som er notert på regulert marked, skal foretas under medvirkning av oppgjørssentral som nevnt i § 13-1.

§ 10-9. Taushetsplikt for verdipapirforetak og dets ansatte

(1) Ansatte, tillitsmenn og personer med bestemmende innflytelse i verdipapirforetak har taushetsplikt om det de under sin virksomhet får kjennskap til om andres forhold, med mindre annet er bestemt i lov eller forskrifter gitt med hjemmel i lov.

(2) Første ledd gjelder tilsvarende for enhver som utfører arbeid for verdipapirforetaket, selv om vedkommende ikke er ansatt i foretaket.

II. Investorbeskyttelse

§ 10-10. Interessekonflikter

(1) Verdipapirforetak plikter å treffe alle rimelige forholdsregler med hensyn til å identifisere interessekonflikter mellom foretaket og kundene og kundene imellom.

(2) Dersom tiltakene etter § 9-11 første ledd nr. 2 ikke er tilstrekkelig til å sikre kundens interesser på en betryggende måte, skal foretaket opplyse kunden om mulige interessekonflikter. Verdipapirforetaket kan ikke gjennomføre forretninger for kundens regning før kunden har fått slike opplysninger.

(3) Departementet kan gi nærmere forskrifter til gjennomføring av bestemmelsen her.

§ 10-11. God forretningsskikk

(1) Verdipapirforetak skal utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk. Foretaket skal herunder påse at kundenes interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte, og ellers oppfylle de krav som følger av denne paragrafen, eller av forskrifter gitt i medhold av denne paragrafen.

(2) Verdipapirforetaket skal gi kunder og potensielle kunder relevante opplysninger i en forståelig form om:

1. verdipapirforetaket og de tjenester det yter,
 2. finansielle instrumenter og foreslåtte investeringsstrategier, herunder hensiktsmessig veiledning og advarsel om risiko forbundet med investeringer i de aktuelle instrumenter eller de foreslåtte strategier,
 3. handelssystemer og markedsplasser verdipapirforetaket benytter,
 4. omkostninger og gebyrer,
- slik at kunden i rimelig grad er i stand til å forstå arten av og risikoen knyttet til investeringstjenesten og de finansielle instrumentene som tilbys, og således være i stand til å fatte en informert investeringsbeslutning.

(3) Verdipapirforetak skal påse at all informasjon til kunder eller potensielle kunder er korrekt, klar og ikke villedende. Markedsføringsinformasjon skal tydelig angis som sådan.

(4) Verdipapirforetak som yter investeringsrådgivning eller driver aktiv forvaltning, skal innhente nødvendige opplysninger om kundens kunnskap om og erfaring fra det aktuelle investeringsområde, samt kundens finansielle situasjon og investeringsmål. Undersøkelsene skal sette foretaket i stand til å anbefale den investeringstjeneste og de finansielle instrumenter som egner seg for vedkommende.

(5) Verdipapirforetak skal ved yting av andre investeringstjenester enn investeringsrådgivning eller aktiv forvaltning, søke å innhente opplysninger om kundens kunnskap om og erfaring fra det aktuelle investeringsområde. Foretakets undersøkelser skal sette det i stand til å vurdere om den

påtenkte investeringstjenesten eller det påtenkte investeringsproduktet er hensiktsmessig for vedkommende. Hvis foretaket finner at investerings-tjenesten eller investeringsproduktet ikke er hensiktsmessig, skal kunden advares om dette. Der-som kunden velger å ikke gi de opplysninger som verdipapirforetaket plikter å innhente, eller han gir ufullstendige opplysninger, skal foretaket advare kunden om at dette gjør det umulig for foretaket å vurdere hva som er hensiktsmessig for kunden.

(6) Femte ledd gjelder ikke for verdipapirforetak som yter investeringstjenester overfor kunde som utelukkende består av mottak, formidling og utførelse av ordre, forutsatt at følgende vilkår er oppfylt:

1. tjenestene må gjelde aksjer opptatt til handel på et regulert marked eller et tilsvarende marked i annet land, pengemarkedsinstrumenter, obligasjoner eller andre gjeldsinstrumenter uten derivatelementer, UCITS eller andre ikke-komplekse finansielle instrumenter,
2. tjenestene må ytes på kundens initiativ,
3. kunden må klart underrettes om at verdipapirforetaket ved ytelsen av tjenesten ikke har plikt til å vurdere hensiktsmessigheten av det leverte eller tilbudte instrument eller tjenesteytelse, og at den investorbeskyttelse som denne plikten medfører dermed ikke er til stede. Denne advarselen kan gis i et standardisert format.

(7) Verdipapirforetak skal ha kunderegister som omfatter de dokumenter som gir uttrykk for avtaleforholdet mellom partene, herunder dokumenter som viser de betingelser som gjelder for foretakets tjenesteyting overfor kunden. Registeret over partenes avtalte rettigheter og plikter kan fremgå ved henvisning til andre dokumenter eller til offentligrettslig regulering.

(8) Verdipapirforetak skal ved sluttseddel eller på annen måte straks gi kunden utfyllende rapporter om de tjenester det har utført. I den grad det er relevant skal rapporten omfatte omkostninger i forbindelse med de transaksjoner og tjenesteytelser som er gjennomført for kundens regning. Utførte oppdrag skal bekreftes ved sluttseddel.

(9) Før et verdipapirforetak gjør forretninger med investor skal det opplyse om hvilken dekning som gis under sikkerhetsstillelsen som nevnt i § 9-12.

(10) Ytelse av investeringstjenester kan bare foretas fra fast forretningssted.

(11) Denne paragrafen og § 10-10 første ledd andre punktum gjelder tilsvarende for foretakets ansatte og tillitsvalgte og for personer og foretak

som har slik innflytelse i verdipapirforetaket som nevnt i aksjeloven § 1-3 annet ledd eller allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd.

(12) Departementet kan gi utfyllende forskrifter om de krav som stilles i denne paragrafen. Departementet kan i forskrift fastsette nærmere krav til dokumentasjon av foretakets investeringsrådgivning.

§ 10-12. Beste resultat ved utførelse av ordre

(1) Verdipapirforetaket skal ved utførelse av kundeordre gjennomføre alle rimelige tiltak for å oppnå et best mulig resultat for deres kunder med hensyn til pris, kostnader, hurtighet, sannsynlighet for gjennomføring og oppgjør, størrelse, art og andre relevante forhold. Dersom kunden har gitt spesifikke instruksjoner, skal ordre utføres i tråd med disse.

(2) Verdipapirforetaket skal ha effektive systemer, prosedyrer og ordninger for å sikre etterlevelse av bestemmelsen i første ledd. Verdipapirforetaket skal blant annet utarbeide og benytte retningslinjer for utførelse av kundeordre.

(3) Verdipapirforetakets retningslinjer skal for hver type finansielt instrument foretaket handler med, inneholde informasjon om de ulike markeds-plasser som benyttes og hvilke faktorer som bestemmer valget av markeds plass. Retningslinjene skal i det minste omfatte de markeds plasser som vanligvis gir det beste resultat ved utførelse av kundeordre.

(4) Før utførelse av kundeordre skal verdipapirforetaket opplyse kundene om foretakets retningslinjer og innhente deres samtykke til disse. Dersom retningslinjene tillater at kundeordre utføres utenfor et regulert marked eller multilateral handelsfasilitet, skal kundene samtykke uttrykkelig til dette. Kundene skal opplyses om alle viktige endringer i ordningene som nevnt i annet ledd, herunder blant annet om viktige endringer i retningslinjene.

(5) Verdipapirforetaket skal kontrollere de ordninger som er etablert i tråd med annet ledd for å avdekke og utbedre eventuelle svakheter. Blant annet skal verdipapirforetaket jevnlig evaluere hvorvidt bruk av markeds plassene som nevnt i retningslinjene er egnet til å oppnå det beste resultatet for deres kunder, eller om det er behov for endringer.

(6) På kundens forespørsel skal verdipapirforetaket kunne påvise at kundeordrene er utført i tråd med foretakets retningslinjer.

(7) Departementet kan gi utfyllende forskrifter om de krav som stilles i bestemmelsen her.

§ 10-13. Håndtering av kundeordre

(1) Verdipapirforetak skal etablere prosedyrer og ordninger som sikrer hurtig, rettferdig og effektiv utførelse av kundeordre, vurdert i forhold til verdipapirforetakets øvrige kundeordre og foretakets handel for egen regning. Prosedyrene og ordningene skal legge til rette for utførelse av sammenlignbare kundeordre i den rekkefølge som de er kommet inn.

(2) Dersom en kundeordre i aksjer notert på regulert marked som angir pris og antall (limitordre), på grunn av markedsforholdene ikke kan utføres umiddelbart og verdipapirforetaket ikke har mottatt annen instruks fra kunden, skal foretaket straks treffe foranstaltninger for raskest mulig utførelse ved å offentliggjøre ordren på en måte som er tilgjengelig for markedsaktørene. Plikten til offentliggjøring anses oppfylt dersom ordren gjøres tilgjengelig på et regulert marked eller en multilateral handelsfasilitet.

(3) Departementet kan gi utfyllende forskrifter om de krav som stilles i bestemmelsen her.

§ 10-14. Tjenesteyting overfor kvalifiserte motparter

(1) Verdipapirforetak med tillatelse til å yte tjenester som nevnt i § 2-1 første ledd nr. 1 til 3, kan bringe i stand eller inngå transaksjoner med kvalifiserte motparter uten å overholde de krav som stilles i § 10-11, § 10-12 eller § 10-13 første ledd i forbindelse med disse transaksjonene eller tilknyttede tjenester som er direkte knyttet til disse transaksjonene.

(2) Følgende skal alltid regnes som kvalifiserte motparter:

1. verdipapirforetak,
2. kredittinstitusjoner,
3. forsikringsselskap,
4. verdipapirfond og forvaltningsselskap for slike fond,
5. pensjonskasser og forvaltningsselskap for slike kasser,
6. andre finansinstitusjoner,
7. foretak som nevnt i § 9-2 annet ledd nr. 7 til 9,
8. offentlige myndigheter, inkludert sentralbanker og overnasjonale organisasjoner.

(3) Kravene i § 10-11, § 10-12 og § 10-13 første ledd skal likevel gjelde dersom en kvalifisert motpart anmoder om dette overfor verdipapirforetaket.

(4) Departementet kan gi utfyllende forskrifter til paragrafen, herunder utvide kretsen av kvalifiserte motparter, samt fastsette særlige regler i forbindelse med utvidelsen.

§ 10-15. Tjenesteyting via annet verdipapirforetak

(1) Dersom et verdipapirforetak formidler instruksjoner om å utføre investeringstjenester eller tilknyttede tjenester på vegne av sine kunder til et annet verdipapirforetak, kan det verdipapirforetaket som mottar instruksjonene forholde seg til informasjonen som gis, uten å henvende seg til kunden.

(2) Verdipapirforetaket som formidler instruksjonene forblir i slike tilfeller ansvarlig for at informasjonen er fullstendig og korrekt, og at eventuelle anbefalinger eller råd er egnet for kunden og for øvrig i samsvar med § 10-11.

(3) Verdipapirforetaket som mottar instruksjonene, plikter å utføre de aktuelle tjenester, basert på informasjon og råd som nevnt i annet ledd, i samsvar med alle relevante bestemmelser i kapittel 10.

§ 10-16. Tilknyttede agenter

(1) Verdipapirforetak kan benytte tilknyttede agenter for å markedsføre sine tjenester, skaffe oppdrag, motta og formidle ordre, plassere finansielle instrumenter og gi råd om de finansielle instrumenter og investeringstjenester som verdipapirforetaket tilbyr, forutsatt at verdipapirforetaket selv har tillatelse til å yte slike tjenester. Virksomhet som tilknyttet agent krever ikke tillatelse etter § 9-1. Agenten kan bare være tilknyttet ett verdipapirforetak.

(2) Verdipapirforetaket er ansvarlig for all virksomhet som agenten forestår på verdipapirforetakets vegne, og skal ved bruk av agent påse at verdipapirforetaket fortsatt overholder sine plikter etter denne loven. Verdipapirforetaket plikter å påse at tilknyttede agenter alltid opplyser om agentforholdet ved kontakt med kunder eller potensielle kunder. Opplysningene må minst omfatte verdipapirforetakets identitet, de tjenester som tilbys i agentforholdet, samt at verdipapirforetaket fullt ut er ansvarlig for agentens virksomhet. Opplysningene skal gis skriftlig, eller over telefon med lydopptak.

(3) Tilknyttede agenter skal registreres i et offentlig tilgjengelig register. Registeret skal føres av Kredittilsynet. Registeret skal inneholde opplysninger om tilknyttede agenter etablert i Norge, og om norske verdipapirforetaks tilknyttede agenter etablert i annen EØS-stat hvor bruk av tilknyttede agenter ikke er tillatt. Registrering i Norge kan bare skje dersom verdipapirforetaket bekrefter at foretakets tilknyttede agent er egnet. Verdipapirforetak kan bare benytte tilknyttede agenter som er registrert i Norge eller i tilsvarende register i

annen EØS-stat. Verdipapirforetak skal melde fra til Kredittilsynet dersom tilknytningen til en agent opphører.

(4) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til paragrafen her. Departementet kan fastsette nærmere regler om tilknyttede agenter og deres virksomhet.

III. Markedets integritet og gjennomsliktighet

§ 10-17. Plikt til å foreta lydopptak

Etter nærmere regler fastsatt av departementet plikter verdipapirforetak å:

1. foreta lydopptak i tilknytning til yting av investeringstjenester og tilknyttede tjenester, samt
2. oppbevare lydopptak og annen type dokumentasjon i tilknytning til slike tjenester.

§ 10-18. Rapportering av transaksjoner

(1) Verdipapirforetak skal straks rapportere til Kredittilsynet eller den Kredittilsynet utpeker, om transaksjoner i finansielle instrumenter notert på regulert marked.

(2) Rapporten skal særskilt angi navn og nummer som viser hvilke finansielle instrumenter som er kjøpt eller solgt, antall, dato og tidspunkt for utførelse, pris, samt identiteten til de involverte verdipapirforetakene.

(3) Rapporten kan sendes av verdipapirforetaket, en tredjeperson som opptre på vegne av verdipapirforetaket, et system for kobling av ordre eller et rapporteringssystem godkjent av Kredittilsynet, av det regulerte marked eller av den multilaterale handelsfasiliteten hvor transaksjonen ble gjennomført.

(4) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter om verdipapirforetaks rapportering etter paragrafen, herunder hvem som skal sende og motta rapportene, samt gi ytterligere krav til rapportens innhold. Departementet kan også utvide rapporteringsplikten til å gjelde transaksjoner i finansielle instrumenter som ikke er notert på regulert marked.

§ 10-19. Systematisk internalisering

(1) Verdipapirforetak som på en organisert, regelmessig og systematisk måte handler med aksjer for egen regning ved å utføre kundeordre utenfor et regulert marked eller multilateral handelsfasilitet (systematisk internalisering) skal

1. publisere forpliktende kurser dersom handelen skjer med likvide aksjer som er tatt opp til handel på et regulert marked, eller

2. på forespørsel oppgi kurser til kunder dersom handelen skjer med aksjer som er tatt opp til handel på et regulert marked som ikke er likvide.

(2) De kurser som stilles etter bestemmelsen her skal reflektere gjeldende markedsforhold for den aksje kursen gjelder.

(3) Reglene i bestemmelsen her gjelder handel opp til standard markedsstørrelse.

(4) Departementet kan gi nærmere forskrifter om systematisk internalisering.

§ 10-20. Offentliggjøring av informasjon om utførte transaksjoner

(1) Verdipapirforetak skal offentliggjøre informasjon om utførte transaksjoner i aksjer notert på regulert marked eller multilateral handelsfasilitet som er gjennomført utenfor regulert marked eller multilateral handelsfasilitet. Offentliggjøringen skal skje så tett opp til transaksjonen som mulig og på en måte som er lett tilgjengelig for markedet.

(2) Ved offentliggjøringen skal det minst opplyses om pris, volum og tidspunktet for transaksjonens utførelse.

(3) Lov om regulerte markeder § 29 tredje ledd om utsatt offentliggjøring gjelder tilsvarende.

(4) Departementet kan gi utfyllende forskrifter om verdipapirforetaks rapportering etter paragrafen, og kan utvide plikten etter første ledd til å gjelde andre finansielle instrumenter enn aksjer.

Kapittel 11. Drift av multilateral handelsfasilitet

§ 11-1. Handel og gjennomføring av transaksjoner på multilateral handelsfasilitet

(1) Den som driver multilateral handelsfasilitet, skal i tillegg til å tilfredsstille kravene i § 9-11:

1. ha objektive handelsregler, herunder objektive kriterier for effektiv gjennomføring av ordre,
2. ha regler om hvilke finansielle instrumenter som skal kunne handles i systemet,
3. ha regler basert på objektive kriterier om tilgang til systemet, jf. annet ledd,
4. i nødvendig grad påse at det finnes tilstrekkelig offentlig informasjon til at en bruker kan foreta en velfundert investeringsbeslutning, sett hen til type bruker og type finansielt instrument,
5. tydelig informere sine brukere om deres ansvar for oppgjør,
6. sørge for at det legges til rette for effektiv og rettidig gjennomføring av oppgjør på multilateral handelsfasilitet, og

7. umiddelbart etterkomme pålegg fra Kredittilsynet om å suspendere eller stryke et finansielt instrument fra handel, jf. § 15-7 syvende ledd.

(2) Verdipapirforetak, kredittinstitusjoner og andre kan gis tilgang til multilateral handelsfasilitet, forutsatt at de har en forsvarlig kapital, formålstjenlig organisasjon og tilstrekkelige tekniske systemer, og for øvrig anses skikket til å delta i handelen i forhold til de forpliktelser tilgangen innebærer.

(3) Kravene i §§ 10-11, 10-12 og 10-13 gjelder ikke for transaksjoner som slutes på multilateral handelsfasilitet mellom personer som nevnt i annet ledd, eller mellom slike personer og multilateral handelsfasilitet. Kravene i §§ 10-11, 10-12 og 10-13 gjelder imidlertid overfor nevnte personers kunder.

(4) Hvis et omsettelig verdipapir som er opptatt til handel på et regulert marked, omsettes på en multilateral handelsfasilitet uten utsteders samtykke, skal utstederen ikke underlegges informasjonsforpliktelser som følge av omsetningen.

§ 11-2. Markedsovervåking på multilateral handelsfasilitet

(1) Den som driver en multilateral handelsfasilitet, skal etablere effektive ordninger og prosedyrer som sikrer en regelmessig overvåking av brukers etterlevelse av fasilitetens egne regler. Den som driver en multilateral handelsfasilitet, skal overvåke transaksjoner i fasiliteten med sikte på å avdekke brudd på relevante lover og regler, herunder reglene om markedsmissbruk i kapittel 3, fasilitetens egne regler og rettsstridige handelsforhold.

(2) Den som driver en multilateral handelsfasilitet, skal umiddelbart gi melding til Kredittilsynet ved mistanke om vesentlige brudd på relevante lover og regler, herunder reglene om markedsmissbruk i kapittel 3, fasilitetens egne regler og rettsstridige handelsforhold.

(3) Den som driver en multilateral handelsfasilitet, skal bistå Kredittilsynet ved mistanker om markedsmissbruk, jf. kapittel 3. Bistanden skal gis uten kostnad for Kredittilsynet.

(4) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om markedsovervåking på multilaterale handelsfasiliteter.

§ 11-3. Offentliggjøring av opplysninger om ordre mv. på multilateral handelsfasilitet

(1) Den som driver en multilateral handelsfasilitet, skal offentliggjøre kjøps- og salgstilbud i aksjer opptatt til handel på regulert marked, her-

under ordredybde på ulike prisnivåer, som legges inn i fasilitetens handelssystem. Opplysningene skal offentliggjøres løpende i løpet av handelsdagen på alminnelige forretningsmessige vilkår.

(2) Kredittilsynet kan frita den som driver en multilateral handelsfasilitet fra forpliktelsene i henhold til første ledd.

(3) Departementet kan i forskrift fastsette regler om offentliggjøring av opplysninger om ordre mv., herunder at det skal gis opplysninger om andre finansielle instrumenter enn aksjer opptatt til handel på regulert marked, samt om Kredittilsynets fritaksadgang etter annet ledd.

§ 11-4. Offentliggjøring av opplysninger om handler på multilateral handelsfasilitet

(1) Den som driver en multilateral handelsfasilitet, skal offentliggjøre pris, volum og tidspunkt for transaksjoner gjennomført i fasiliteten i aksjer opptatt til handel på regulert marked. Opplysningene skal offentliggjøres så raskt som mulig etter gjennomføring av transaksjonene på alminnelige forretningsmessige vilkår.

(2) Første ledd gjelder ikke i den grad opplysningene offentliggjøres av et regulert marked.

(3) Kredittilsynet kan gi den som driver en multilateral handelsfasilitet adgang til å utsette offentliggjøring etter første ledd.

(4) Departementet kan i forskrift fastsette regler om offentliggjøring av opplysninger om handler, herunder at det skal gis opplysninger om andre finansielle instrumenter enn aksjer opptatt til handel på regulert marked, samt om Kredittilsynets fritaksadgang etter tredje ledd.

Del 4. Verdipapiroppgjøret

Kapittel 12. Generelle bestemmelser

§ 12-1. Utførelse av oppdrag

Investerings tjenester som nevnt i § 2-1 første ledd nr. 2 skal utføres i verdipapirforetakets navn. Verdipapirforetaket er ansvarlig overfor oppdragsgiveren og den det slutter avtale med, for oppfyllelse av ordre det har utført. Verdipapirforetaket er ikke ansvarlig overfor oppdragsgiveren dersom oppdragsgiveren på forhånd har godkjent den annen part.

§ 12-2. Verdipapirforetakets sikkerhetsrett

(1) Verdipapirforetak har tilbakeholdsrett i de finansielle instrumenter som det har kjøpt for oppdragsgiver, for så vidt gjelder krav som springer ut av oppdraget.

(2) Betaler ikke oppdragsgiveren innen tre dager etter oppgjørsfrist, kan foretaket selge de finansielle instrumentene for oppdragsgiverens regning til dekning av sine krav, med mindre annet er avtalt.

(3) Dekningssalg som nevnt i annet ledd, skal foretas til børskurs eller en kurs som etter markedets stilling er rimelig.

§ 12-3. Alminnelige ugyldighetsregler

Ved kjøp eller salg av finansielle instrumenter gjennom verdipapirforetak gjelder de alminnelige regler om avtalers ugyldighet tilsvarende i forholdet mellom kjøperen og selgeren.

§ 12-4. Innsigelse ved forsinkelse

Dersom en part ikke har oppfylt sine plikter til den tid som er fastsatt i avtalen, må den annen part straks gi melding dersom han vil påberope forsinkelsen som grunnlag for å heve avtalen, med mindre annet er avtalt.

Kapittel 13. Oppgjørssentral

§ 13-1. Vilkår for å drive virksomhet som oppgjørssentral (clearingsentral)

(1) Oppgjørsvirksomhet kan bare drives av oppgjørssentral med tillatelse fra departementet.

(2) Oppgjørssentral skal organiseres som allmennaksjeselskap. Departementet kan gjøre unntak fra denne bestemmelsen.

(3) Den som faktisk leder oppgjørsvirksomheten skal ha relevant erfaring og ha ført en hederligandel.

(4) Tillatelse etter første ledd kan nektes dersom aksjeeier med betydelig eierandel i oppgjørssentralen ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket. § 9-10 kommer til anvendelse ved endringer i aksjeeierstrukturen.

(5) Oppgjørssentral skal ha en kontrollkomité valgt av generalforsamlingen. Kontrollkomiteen skal føre tilsyn med sentralens virksomhet og påse at den følger lover, forskrifter og vilkår, samt vedtekter og vedtak truffet av selskapets besluttede organer. Generalforsamlingen skal fastsette instruks for kontrollkomiteen. Instruksen skal godkjennes av Kredittilsynet.

(6) Departementet kan gi utenlandsk oppgjørssentral som er gitt tillatelse til å drive oppgjørsvirksomhet og er underlagt betryggende tilsyn i hjemstaten, tillatelse til å drive oppgjørsvirksomhet i Norge uten hinder av reglene i annet og femte ledd.

(7) Ingen kan eie mer enn 20 prosent av aksjekapitalen i en oppgjørssentral. Departementet kan gjøre unntak fra dette.

§ 13-2. Oppgjørssentrals kapital

(1) Oppgjørssentral skal ha en ansvarlig kapital som er forsvarlig i forhold til den virksomhet som drives.

(2) Oppgjørssentral skal ha en ansvarlig kapital på minst 50 millioner kroner. Departementet kan fastsette hva som skal anses som ansvarlig kapital.

(3) Et beløp tilsvarende minst halvparten av foretakets ansvarlige kapital skal til enhver tid bestå av innskudd eller ubetingede trekkrettigheter i kredittinstitusjon.

(4) Departementet kan gjøre unntak fra reglene i første og annet ledd for oppgjørssentral som driver begrenset virksomhet.

(5) Oppgjørssentral kan ikke eie underliggende finansielle instrumenter eller finansielle instrumenter den driver oppgjørsvirksomhet knyttet til, med mindre det er påkrevet for organiseringen av oppgjøret. Denne bestemmelse gjelder ikke for obligasjoner utstedt av EØS-stat.

§ 13-3. Oppgjørssentrals virksomhet

(1) Oppgjørssentral skal organisere oppgjøret mellom partene.

(2) Oppgjørssentral skal ha klare, ikke-diskriminerende og objektive regler for deltakelse i oppgjørsordning.

(3) Oppgjørssentral kan bare drive virksomhet som har naturlig sammenheng med utøvelsen av oppgjørsvirksomheten. Kredittilsynet kan pålegge oppgjørssentral å holde tilknyttet virksomhet atskilt fra oppgjørsvirksomheten.

(4) Oppgjørssentral kan ikke diskriminere utenlandske deltakere fra annen EØS-stat med hensyn til deltakelse i oppgjørsordningen mv.

(5) Oppgjørssentral har rett til å nekte på berettiget kommersielt grunnlag, å gjøre ønskede tjenester tilgjengelige.

§ 13-4. Beregning av sikkerhet

(1) Oppgjørssentral skal påse at sentralen har tilstrekkelig sikkerhet for oppfyllelse av de avtaler sentralen trer inn i som part eller på annen måte garanterer for oppfyllelse av. Oppgjørssentral skal løpende beregne og kreve slik sikkerhet.

(2) Departementet kan ved forskrift eller enkeltvedtak pålegge oppgjørssentralen å kreve ytterligere sikkerhet og oppstille krav til hvem sikkerheten skal stilles av, når dette anses påkrevet.

fordi sentralen ikke anses å ha tilstrekkelig sikkerhet til oppfyllelse av sine forpliktelser.

§ 13-5. Taushetsplikt

(1) Ansatte, tillitsmenn og andre personer med bestemmende innflytelse i en oppgjørssentral har taushetsplikt om det de under sin virksomhet får kjennskap til om andres personlige eller forretningsmessige forhold, med mindre noe annet er bestemt i lov eller forskrift.

(2) Taushetsplikten etter første ledd er ikke til hinder for at ansatte, tillitsmenn og andre personer med bestemmende innflytelse i en oppgjørssentral utleverer opplysninger til regulert marked som er nødvendige for at regulert marked skal kunne oppfylle sine plikter etter lov om regulerte markeder § 27.

(3) Departementet kan gi nærmere regler om utleveringsplikten etter denne paragrafen, herunder om innskrenkninger i denne og om det formål opplysningene kan benyttes til, samt om og i hvilken utstrekning det skal kunne kreves betaling for kostnader ved utleveringen.

(4) Departementet kan fastsette at annet og tredje ledd også skal gjelde i forhold til regulert marked.

§ 13-6. Oppgjørsrepresentant mv.

(1) Deltakelse i oppgjørsordning på vegne av kunder kan bare forestås av verdipapirforetak, kredittinstitusjon eller andre foretak som driver virksomhet som omfattes av § 2-1.

(2) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om norske verdipapirforetak og regulerte markeders adgang til utenlandske oppgjørssystemer.

Kapittel 14. Motregning av enkelte finansielle instrumenter

§ 14-1. Anvendelsesområdet

Dette kapittel gjelder varederivater, fremtidige renteavtaler (FRA), rente- og valutaopsjoner, rente- og valutaterminer, rente- og valutabytteavtaler, og avtaler om handel med valuta, kredittderivater, og derivater nevnt i § 2-2 femte ledd nr. 5. Departementet kan bestemme at dette kapittel også skal gjelde avtaler om andre finansielle instrumenter.

§ 14-2. Motregning

Skriftlig avtale mellom to parter om at partenes forpliktelser etter avtaler som nevnt i § 14-1 skal motregnes til markedskurs løpende eller ved mis-

lighold, kan gjøres gjeldende uten hinder av dekningsloven §§ 7-3 og 8-1.

§ 14-3. Sikkerhet stilt overfor oppgjørssentral

Sikkerhet for avtaler som nevnt i § 14-1, som er stilt overfor en oppgjørssentral i samsvar med de regler som gjelder for sentralen, kan ikke omstøtes etter dekningsloven § 5-7.

Del 5. Tilsyn, sanksjoner mv.

Kapittel 15. Tilsyn

§ 15-1. Tilsyn med handelen i finansielle instrumenter

(1) Tilsyn med handelen i finansielle instrumenter og med overholdelse av lovgivningen om verdipapirhandelen forestås av departementet.

(2) Tilsyn med verdipapirforetaks og oppgjørssentralers virksomhet, samt med overholdelse av denne lovs bestemmelser, skal føres av Kredittilsynet. Departementet kan delegere Kredittilsynets tilsyn med overholdelse av §§ 5-2 og 5-3 til regulert marked.

(3) Kredittilsynet fører kontroll med at årsregnskap, årsberetning, halvårsregnskap og annen finansiell rapportering fra norske utstedere av omsettelige verdipapirer som er eller søkes notert på regulert marked i EØS, er i samsvar med lov og forskrifter. Departementet kan fastsette forskrifter om slik kontroll og tiltak for å sikre at det blir gitt korrekt informasjon i tilfeller der den finansielle rapporteringen ikke er i samsvar med lov eller forskrifter. Departementet kan også delegere Kredittilsynets myndighet etter dette ledd eller bestemmelser fastsatt i medhold av dette ledd til regulert marked. Kredittilsynet fører i tillegg kontroll med den finansielle rapporteringen til utstedere som ikke omfattes av første punktum og som i henhold til § 5-4 har Norge som hjemstat.

(4) Dersom et regulert marked har grunn til å anta at det er benyttet urimelige forretningsmetoder, opptrådt i strid med god forretningsskikk eller for øvrig handlet i strid med bestemmelsene i denne lov, skal dette meddeles Kredittilsynet.

§ 15-2. Opplysningsplikt

(1) Verdipapirforetak og oppgjørssentral plikter å gi Kredittilsynet de opplysninger som måtte bli krevet om forhold som angår dets forretning og virksomhet. Tilsvarende gjelder for verdipapirforetaks tilknyttede agenter. Foretaket plikter å fremvise og i tilfelle utlevere til kontroll oppgaver og lydopptak i henhold til § 9-11 første ledd nr. 7 og

§ 10-17 og øvrige dokumenter som angår virksomheten.

(2) Dersom det inntreffer forhold som medfører risiko for at foretak som nevnt i første ledd ikke vil kunne oppfylle de fastsatte kapitalkrav, eller det oppstår andre forhold som kan innebære stor risiko knyttet til driften av foretaket, skal foretaket straks gi melding til Kredittilsynet om dette.

(3) Et verdipapirforetak skal i det omfang og på den måten Kredittilsynet bestemmer, melde fra om transaksjoner i finansielle instrumenter som er gjenstand for omsetning på et regulert marked innenfor EØS-området og som er foretatt gjennom filial eller ved grenseoverskridende virksomhet i en annen EØS-stat.

(4) Kredittilsynet kan uten hinder av taushetsplikt kreve å få de opplysninger det finner påkrevet i sin kontrollvirksomhet fra et verdipapirregister på den måten Kredittilsynet finner hensiktsmessig.

(5) Et foretak plikter å gi Kredittilsynet de opplysninger som Kredittilsynet anser nødvendige for å avgjøre om det har skjedd overtredelse av bestemmelser gitt i eller i medhold av denne lov vedrørende finansielle instrumenter som er utstedt av foretaket.

(6) Verdipapirforetak og regulerte markeders revisor plikter på forespørsel å gi Kredittilsynet opplysninger om foretakenes virksomhet.

(7) Utstedere som nevnt i § 15-1 tredje ledd samt deres tillitsvalgte, ansatte og revisor plikter å gi Kredittilsynet de opplysninger om utsteders forhold som Kredittilsynet krever til gjennomføring av kontroll etter § 15-1 tredje ledd. Utstedere som nevnt i § 15-1 tredje ledd, deres tillitsvalgte, ledende ansatte og revisor skal gi melding til Kredittilsynet om finansiell rapportering fra utstederen som de anser ikke gir et rettviseende bilde i overensstemmelse med det relevante regelverket for finansiell rapportering. Opplysnings- og meldeplikt etter dette ledd gjelder uten hinder av taushetsplikt. Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om opplysnings- og meldeplikt etter dette ledd, og kan herunder delegere Kredittilsynets myndighet etter første punktum til regulert marked med tillatelse som børs og fastsette at opplysnings- og meldeplikt etter dette ledd skal oppfylles overfor regulert marked med tillatelse som børs.

(8) Kredittilsynet skal gjøre de opplysningspliktige oppmerksom på opplysningspliktens omfang og begrensninger.

§ 15-3. Opplysningsplikt ved mistanke om innsidehandel mv.

(1) Dersom Kredittilsynet har mistanke om overtredelse av kapittel 3, 4, 5, 8, 9, 10 eller 11, eller forskrifter gitt i medhold av disse bestemmelsene, kan enhver pålegges å gi de opplysninger Kredittilsynet krever, herunder fremlegge dokumenter, teknisk lagret informasjon og utskrift fra lagringsmedium.

(2) Opplysningsplikten i første ledd gjelder ikke opplysninger som vedkommende ville vært forhindret fra å gi i straffesak. Opplysningsplikten gjelder likevel uten hinder av:

1. lovbestemt taushetsplikt som ellers påhviler ligningsmyndigheter, andre skatte- og avgiftsmyndigheter og myndigheter som har til oppgave å overvåke offentlig regulering av ervervsvirksomhet,
2. taushetsplikt som nevnt i lov om elektronisk kommunikasjon § 2-9 for så vidt gjelder opplysninger om avtalebasert hemmelig telefonnummer eller andre abonnementsopplysninger og elektronisk kommunikasjonsadresse, og
3. taushetsplikt som nevnt i lov om elektronisk kommunikasjon § 2-9 for så vidt gjelder opplysninger om trafikkdata, dersom det er gitt fritak fra slik taushetsplikt. Departementet kan etter anmodning fra Kredittilsynet gi slikt fritak. Ved vurderingen av om fritak skal gis skal det blant annet legges vekt på hensynet til taushetsplikten og sakens opplysning. Departementet kan i forskrift gi nærmere regler om Kredittilsynets og departementets saksbehandling, klage og underretning til mistenkte og andre som rammes av pålegget og beslutningen om fritak fra taushetsplikt, herunder regler om utsatt underretning i unntakstilfelle.

(3) Opplysningene innhentet i medhold av denne bestemmelsen kan bare brukes i den sak de er innhentet for. Opplysningene kan kreves gitt skriftlig eller muntlig innen en fastsatt frist og kan nedtegnes eller lagres som lydopptak. Den som innkalles til avhør, har rett til å la seg bistå av advokat.

(4) Denne bestemmelsen gjelder selv om det er besluttet bevissikring etter § 15-5 og gis tilsvarende anvendelse der Kredittilsynet anmodes av annen stats myndighet som fører tilsyn som nevnt i kredittilsynsloven, om å innhente opplysninger på bakgrunn av mistanke om tilsvarende overtredelse av vedkommende stats lovgivning.

(5) Enhver har rett til å nekte å svare på spørsmål eller utlevere dokumenter eller gjenstander når svaret eller utleveringen vil kunne utsette ved-

kommende for straff eller straffelignende sank-
sjon. Kredittilsynet skal gjøre vedkommende kjent
med denne retten.

(6) Departementet kan i forskrift fastsette nær-
mere regler om innholdet av opplysningsplikten og
krav til behandling av overskuddsinformasjon.

§ 15-4. Opplysningsplikt overfor tilbudsmyndigheten

Tilbudsmyndigheten kan kreve opplysninger
fra verdipapirforetak, selskap og personer som kan
ha betydning for spørsmål som omfattes av kapittel
6. Ved tilsidesettelse av opplysningsplikt gjelder
§ 17-1.

§ 15-5. Bevissikring

(1) For å søke etter bevis kan Kredittilsynet,
når det er rimelig grunn til å anta at bestemmelse i
kapittel 3, jf. forskrift gitt i medhold av slik bestem-
melse, er overtrådt, eller det er nødvendig for å
oppfylle Norges avtaleforpliktelse overfor annen
stat, kreve:

1. å få adgang til lokaler, eiendommer og andre
oppbevaringssteder hvor det kan finnes bevis
for overtredelse,
2. å få adgang til bolig dersom det er særlig grunn
til å anta at bevis oppbevares der, og
3. å ta med ting, herunder kopi av dokumenter og
annen informasjon og teknisk lagret informa-
sjon som kan ha betydning som bevis for nær-
mere granskning, og å forsegle forretningslo-
kaler, bøker, forretningspapirer eller teknisk
lagringsmedium så lenge undersøkelsen varer
og dette anses nødvendig.

(2) Begjæring om adgang til bevissikring frem-
settes av Kredittilsynet for tingretten på det sted
hvor det mest praktisk kan skje. Retten treffer sin
avgjørelse ved beslutning før bevissikringen settes
i verk. Den begjæringen retter seg mot, skal ikke
varsles om begjæringen eller beslutningen. Kjære-
mål over beslutningen har ikke oppsettende virk-
ning. Straffeprosessloven §§ 200, 201 første ledd,
§§ 117 til 120, jf. §§ 204, 207 til 209, 213 og kapittel
26 og forvaltningsloven § 15 annet og tredje ledd
gjelder så langt de passer.

(3) Kredittilsynet kan kreve bistand av politiet
for å iverksette beslutning om bevissikring.

(4) Dersom det ikke er tid til å avvente rettens
beslutning, kan Kredittilsynet kreve at politiet
avstenger områder der bevisene kan være, inntil
rettens beslutning foreligger.

(5) Departementet kan i forskrift fastsette nær-
mere regler om bevissikring og behandling av
overskuddsinformasjon.

§ 15-6. Kredittilsynets taushetsplikt

(1) Kredittilsynets styremedlemmer og tjenes-
temenn, herunder personer som nevnt i kredittil-
synsloven § 2 femte ledd, har taushetsplikt etter
kredittilsynsloven § 7 første ledd.

(2) Gir kontrollen grunn til å anta at noen er
eller vil bli påført tap som følge av at bestemmelser
i lov eller i medhold av lov ikke er overholdt, kan
Kredittilsynet underrette vedkommende om for-
holdet.

§ 15-7. Pålegg mv.

(1) Kredittilsynet kan gi foretak som nevnt i
§ 15-1 annet ledd pålegg om retting dersom foreta-
ket opptrer i strid med lov eller forskrift gitt med
hjemmel i lov. Pålegg om retting kan også gis der-
som verdipapirforetak opptrer i strid med interne
retningslinjer og instruksjoner som nevnt i § 9-11. Til-
svarende gjelder dersom den som faktisk leder
oppgjørsvirksomheten i oppgjørssentral eller ver-
dipapirforetaks ledelse eller styre ikke oppfyller
kravene til hederligandel og erfaring som fastsatt
i § 13-1 tredje ledd og §§ 9-8 annet ledd og 9-10.

(2) Første ledd gjelder tilsvarende dersom Kre-
dittilsynet underrettes av tilsynsmyndigheter i
annen EØS-stat om at et norsk verdipapirforetak
har overtrådt regler som gjelder for foretakets
virksomhet i vedkommende land. Kredittilsynet
skal i tilfelle underrette vedkommende myndighet
om hvilke pålegg som blir gitt.

(3) Kredittilsynet kan forby verdipapirforetak å
drive virksomhet som ikke anses tilfredsstillende
regulert i lov, forskrift gitt med hjemmel i lov eller
interne retningslinjer og instruksjoner som nevnt i
§ 9-11, når virksomheten kan påføre foretaket eller
dets kunder uforsvarlig stor risiko. Kredittilsynet
kan også gi pålegg om at slik virksomhet bare kan
finne sted på bestemte vilkår.

(4) Dersom en aksjeeier med betydelig eieran-
del ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig
forvaltning av foretaket, eller en aksjeeier ikke har
gitt melding til Kredittilsynet etter § 9-10 annet
eller tredje ledd, eller erverver aksjer i strid med
Kredittilsynets vedtak etter § 9-10 fjerde ledd, kan
Kredittilsynet gi pålegg om at stemmerettighetene
knyttet til aksjene ikke kan utøves, eller at aksjene
skal avhendes, etter fremgangsmåten i lov om
regulerte markeder § 35 fjerde ledd.

(5) Kredittilsynet kan gi pålegg om å oppfylle
opplysnings- og meldeplikt etter § 15-2 sjuende
ledd. Kredittilsynsloven § 10 annet ledd gjelder til-
svarende.

(6) Dersom Kredittilsynet har grunn til å anta
at noen handler i strid med bestemmelser gitt i

eller i medhold av denne lov, kan Kredittilsynet pålegge vedkommende å bringe handlingen til opphør. Pålegget kan omfatte ethvert tiltak som er nødvendig for å bringe overtredelsen til opphør.

(7) Kredittilsynet kan gi pålegg om at handel i bestemte finansielle instrumenter skal stoppes midlertidig eller permanent dersom særlige grunner tilsier det.

§ 15-8. Klagenemnd

(1) Departementet kan i forskrift fastsette at en klagenemnd skal avgjøre klager på vedtak etter bestemmelser gitt i medhold av § 15-1 tredje ledd.

(2) Forvaltningsloven kommer til anvendelse for klagenemndens virksomhet. Departementet kan fastsette nærmere regler om frister, innholdet av klage, tilsvare og muntlig forhandling samt om klagenemndens sammensetning og virksomhet.

(3) Klagenemndens utgifter til klagebehandling etter første ledd dekkes av Kredittilsynet og utliknes på regulert marked etter kredittilsynsloven § 9. Departementet fastsetter medlemmenes godtgjørelse.

(4) Det kan kreves gebyr for behandling av klage som angitt i første ledd. Departementet kan gi nærmere regler om når gebyr skal kreves, om gebyrenes størrelse og om innkrevingen.

§ 15-9. Utveksling av informasjon med andre tilsynsmyndigheter

(1) Kredittilsynet skal videreformidle rapporter som er mottatt i henhold til § 10-18 til

1. andre EØS-staters myndigheter, dersom disse er tilsynsmyndighet for det mest relevante marked for de finansielle instrumentene som rapporteringen gjelder,
2. tilsynsmyndighetene i verdipapirforetakets hjemstat, med mindre disse myndighetene ikke ønsker å motta slik informasjon.

(2) Departementet kan gi forskrifter om utveksling av informasjon etter denne paragrafen, samt om hva som skal anses som det mest relevante marked etter første ledd nr. 1.

Kapittel 16. Tilsyn med verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat

§ 16-1. Opplysningsplikt

(1) Kredittilsynet kan til statistisk bruk pålegge verdipapirforetak som yter investeringstjenester gjennom filial i henhold til § 9-24, å avgi rapporter om sin virksomhet.

(2) Kredittilsynet kan kreve de opplysninger fra verdipapirforetakene som nevnt i første ledd som anses nødvendige for å kontrollere at de

regler som gjelder for virksomheten her i landet overholdes.

§ 16-2. Stedlig kontroll

(1) Etter forutgående melding til Kredittilsynet kan vedkommende myndighet i verdipapirforetakets hjemstat, i samarbeid med Kredittilsynet, foreta stedlig kontroll i filial etablert i henhold til § 9-24. Etter anmodning fra vedkommende myndighet i hjemstaten kan Kredittilsynet foreta den nevnte kontroll.

(2) Første ledd er ikke til hinder for at Kredittilsynet kan foreta den stedlige kontroll som anses nødvendig for å kontrollere at de regler som gjelder for filialens virksomhet her i landet overholdes.

§ 16-3. Pålegg om retting m.m.

(1) Kredittilsynet skal gi verdipapirforetak som yter investeringstjenester i henhold til § 9-24 pålegg om retting, herunder opphør av virksomhet her i landet, dersom virksomheten drives i strid med lov eller forskrift.

(2) Kredittilsynet kan treffe tiltak for å hindre nye overtredelser dersom pålegg etter første ledd ikke etterkommes.

(3) Før Kredittilsynet gir pålegg etter første ledd, skal tilsynsmyndighetene i verdipapirforetakets hjemstat varsles, og gis anledning til å treffe tiltak for å bringe det lovstridige forhold til opphør.

(4) Hvis det er nødvendig for å verne interessene til investorer og andre som mottar tjenester fra verdipapirforetaket, kan Kredittilsynet treffe nødvendige tiltak uten slikt varsel som nevnt i tredje ledd.

(5) Dersom et foretak med hovedsete i annen EØS-stat har fått sin tillatelse tilbakekalt, skal Kredittilsynet treffe tiltak for å hindre at foretaket fortsatt yter investeringstjenester her i landet.

Kapittel 17. Sanksjoner

§ 17-1. Daglig mulkt mv.

(1) Tilbudsmyndigheten kan ilegge foretaket eller person som forsømmer sine plikter etter kapittel 6, en daglig mulkt som påløper inntil forholdet er rettet.

(2) Tilbudsmyndigheten fastsetter mulktens størrelse. Mulkten tilfaller statskassen.

(3) Påløpt mulkt forfaller til betaling ved påkrav og er tvangsgrunnlag for utlegg.

(4) Ved overtredelse av plikter etter kapittel 7 eller forskrifter fastsatt i medhold av kapittel 7, kan prospektmyndigheten eller regulert marked som har fått delegert myndighet etter § 7-8 sjette ledd,

pålegge overtredelsesgebyr eller daglig mulkt etter nærmere regler fastsatt av departementet.

§ 17-2. Vinningsavståelse

(1) Dersom det er oppnådd vinning ved en uaktsom eller forsettlig overtredelse av §§ 3-3 første ledd, 3-4, 3-6, 3-7, 3-8, 3-9, 3-10, 8-2 til 8-6, 9-5, 10-2, 10-3, 10-4 første ledd, 10-8 første ledd eller 10-11, jf. forskrifter gitt i medhold av disse bestemmelsene, kan den som vinningen er tilfalt, pålegges helt eller delvis å avstå denne. Dette gjelder også når den som vinningen tilfaller, er en annen enn lovovertrедeren. Kan størrelsen av vinningen ikke godtgjøres, fastsettes beløpet skjønnsmessig.

(2) Dersom vinningen er tilfalt et selskap som inngår i et konsern, hefter selskapets morselskap og morselskapet i det konsern selskapet er en del av, subsidiært for beløpet.

(3) Kredittilsynet kan beslutte vinningsavståelse etter denne paragraf. Beslutning om vinningsavståelse anses ikke som enkeltvedtak etter forvaltningsloven. Vinningsavståelsen skal ha frist for vedtakelse på inntil to måneder. Vedtatt vinningsavståelse er tvangsgrunnlag for utlegg. Dersom vinningsavståelsen ikke vedtas, kan Kredittilsynet innen tre måneder etter utløpet av vedtaksfristen reise sak mot vedkommende i den rettskrets der vedkommende kan saksøkes. Saken følger lov om rettergangsmåten for tvistemål. Megling i forliksrådet er ikke nødvendig.

(4) Det skal gjøres fradrag i kravet om vinningsavståelse for beløp som den ansvarlige ved dom blir tilpliktet å betale tilbake til den skadelidte. Det samme gjelder hvis vedkommende på forhånd har foretatt slik tilbakebetaling og godtgjør at tilbakebetaling har funnet sted. Dersom dom som nevnt i første punktum avsies etter at vinning er avstått, og den ansvarlige ikke har midler til å dekke kravet, skal den avståtte vinning tilbakeføres til skadelidte i den grad det er nødvendig for å betale det i dommen fastsatte beløp.

(5) Kravet om vinningsavståelse foreldes etter ti år. For øvrig får reglene i lov av 18. mai 1979 nr. 18 om foreldelse av fordringer anvendelse så langt de passer.

(6) Dersom overtredelsen behandles av påtalemyndigheten eller retten etter lov av 22. mai 1981 nr. 25 om rettergangsmåten i straffesaker, skal eventuelt krav om vinningsavståelse tas med som inndragningskrav etter straffeloven § 34.

§ 17-3. Straff

(1) Med bøter eller fengsel inntil seks år, straffes den som forsettlig eller uaktsomt overtrer § 3-3

første ledd eller § 3-8, jf. forskrift gitt i medhold av denne.

(2) Med bøter eller fengsel inntil 1 år, straffes den som forsettlig eller uaktsomt:

1. overtrer § 3-4, § 3-5, § 3-7, § 3-11, § 4-1, § 7-2, § 7-3, § 7-7, § 7-10, §§ 8-1 til 8-7, § 9-1, § 9-6, § 9-11 første ledd nr. 7, §§ 10-2 til 10-9, § 10-17, § 10-18, § 13-1 første ledd, § 13-5, § 15-2 eller § 15-3, jf. forskrifter gitt i medhold av disse bestemmelsene,
2. overtrer § 3-6 dersom det foreligger innsideinformasjon i foretaket,
3. gir villedende eller uriktige opplysninger i prospekt, annonser mv. som nevnt i § 7-13 og § 7-15,
4. overtrerplikten i § 9-11 tredje og fjerde ledd til å oppbevare finansielle instrumenter og midler som tilhører investoren atskilt fra foretakets,
5. unnlater å etterkomme krav etter § 15-5 eller pålegg etter § 15-7, eller
6. grovt eller gjentatte ganger overtrer § 3-9, § 3-10 eller § 10-11, jf. forskrifter gitt i medhold av disse bestemmelsene.

(3) Med bøter straffes den som grovt eller gjentatte ganger forsettlig eller uaktsomt overtrer § 4-2 eller § 4-3 annet ledd, jf. forskrifter gitt i medhold av disse, eller den som forsettlig eller uaktsomt overtrer § 4-3 første, tredje eller fjerde ledd, jf. forskrifter gitt i medhold av disse.

(4) Medvirkning straffes på samme måte. Overtredelse av annet og tredje ledd er forseelse uten hensyn til straffens størrelse.

(5) Påtale finner sted bare når allmenne hensyn krever det.

§ 17-4. Overtredelsesgebyr

(1) Ved forsettlig eller uaktsom overtredelse av § 4-2 eller § 4-3 annet ledd eller forskrift gitt i medhold av disse bestemmelsene, kan Kredittilsynet ilegge overtredelsesgebyr. Medvirkning kan sanksjoneres på samme måte. Det samme gjelder forsøkshandlinger, jf. straffeloven §§ 49 og 50.

(2) Kredittilsynet kan ilegge foretak som nevnt i § 15-1 tredje ledd, overtredelsesgebyr dersom foretakets finansielle rapportering ikke er i samsvar med lov eller forskrift når overtredelsen har skjedd forsettlig eller uaktsomt. Klage over slikt vedtak følger reglene i § 15-8.

(3) Ved forsettlig eller uaktsom overtredelse av bestemmelsene i §§ 5-2 eller 5-3, kan Kredittilsynet ilegge overtredelsesgebyr. Første ledd annet og tredje punktum gjelder tilsvarende. Dersom Kredittilsynets myndighet til å føre tilsyn med overholdelsen av §§ 5-2 og 5-3 er delegert til regulert marked i

henhold til § 15-1 annet ledd, kan vedkommende regulerte marked ilegge overtredelsesgebyr etter dette ledd. Klage over vedtak av regulert marked følger regler i lov om regulerte markeder § 41.

(4) Ved utmåling av overtredelsesgebyr etter første ledd skal det særlig legges vekt på overtredelsens omfang og virkninger, samt graden av utvist skyld. Overtredelsesgebyr tilfaller statskassen.

(5) Endelig vedtak om overtredelsesgebyr er tvangsgrunnlag for utlegg.

(6) Søksmål mot vedtak etter denne bestemmelsen kan ikke reises før vedkommende part har benyttet klageretten og klagen er avgjort av klageinstansen. Søksmål skal likevel i alle tilfelle kunne reises når det er gått 6 måneder fra det tidspunkt erklæringen om klage første gang ble fremsatt, og det ikke skyldes forsømmelse fra klagerens side at klageinstansens avgjørelse ikke foreligger.

Del 6. Ikrafttredelse, overgangsregler og endringer i andre lover

Kapittel 18. Ikrafttredelse og overgangsregler

§ 18-1. Ikrafttredelse

Loven trer i kraft fra den tid Kongen bestemmer. Kongen kan sette i kraft de enkelte bestemmelsene til forskjellig tid. Kongen kan fastsette virkningstidspunkt for bestemmelsene i lovens §§ 5-5 og 5-6.

§ 18-2. Overgangsregler

(1) Tillatelser etter lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel § 6-1, § 7-1 og § 8-2 videreføres. Foretak med slike tillatelser må innrette sin virksomhet etter nærmere regler fastsatt i forskrift.

(2) § 6-6 første ledd gjelder ikke for aksjeeier som ved denne lovs ikrafttredelse falt inn under unntaket i lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel § 4-6 annet ledd nr. 2 og som etter børsnotering uavbrutt har eid aksjer som representerer mer enn 40 prosent av stemmene.

(3) § 6-6 annet ledd gjelder for aksjeeier som passerer tilbudspliktgrensene etter lovens ikrafttredelse. § 6-6 annet ledd gjelder likevel for

1. den som eier aksjer som representerer mellom 1/3 og 40 prosent av stemmene i selskapet ved lovens ikrafttredelse,
2. den som før lovens ikrafttredelse har passert tilbudspliktgrensen på 40 prosent på en måte som ikke utløser tilbudsplikt og derfor ikke har fremsatt pliktig tilbud,
3. den som per 1. desember 1997 eide aksjer som representerer mellom 40 og 45 prosent av stemmene, og som uavbrutt har eid aksjer som repre-

senterer mer enn 40 prosent av stemmene frem til lovens ikrafttredelse uten å fremme tilbud i samsvar med bestemmelsene om pliktig tilbud.

(4) Departementet kan i forskrift fastsette ytterligere overgangsregler.

Kapittel 19. Endringer i andre lover

§ 19-1. Endringer i andre lover

Fra den tid loven trer i kraft, gjøres følgende endringer i andre lover:

1. Lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) oppheves.

2. I lov 22. mai 1902 nr. 2 Almindelig borgerlig Straffelov (straffeloven) skal § 273 annet ledd lyde:

Straff etter denne paragraf kommer ikke til anvendelse ved handling som omfattes av lov om verdipapirhandel § 3-8.

3. I lov 7. desember 1956 nr. 1 om tilsynet for kredittinstitusjoner, forsikringsselskaper og verdipapirhandel m.v. (kredittilsynsloven) gjøres følgende endringer:

§ 1 første ledd nr. 10 skal lyde:

10. *Regulerte markeder*

§ 7 første ledd første punktum skal lyde:

Tilsynets styremedlemmer og tjenestemenn, herunder personer som nevnt i § 2 femte ledd, har taushetsplikt overfor uvedkommende om det som de får kjennskap til i sitt arbeid om en kundes forhold.

§ 7 første ledd tredje punktum skal lyde:

Taushetsplikten etter denne bestemmelse og forvaltningslovens bestemmelser gjelder ikke overfor Norges Bank, andre EØS-staters sentralbanker eller tilsynsmyndigheter som fører tilsyn som nevnt i § 1 første ledd nr. 1-6, nr. 10 eller nr. 14, eller tilsyn med forvaltningsselskap for verdipapirfond.

4. I lov 22. mai 1981 nr. 25 om rettergangsmåten i straffesaker (straffeprosessloven) skal § 230 annet ledd første punktum lyde:

Vitner som har taushetsplikt etter sparebankloven § 21, forretningsbankloven § 18, forsikringsloven § 1-6, finansieringsvirksomhetsloven § 3-14, verdipapirhandelloven § 10-9 eller verdipapirregisterloven § 8-1, plikter å gi forklaring til politiet om forhold som omfattes av taushetsplikten eller taushetsplikt etter avtale.

5. I lov 12. juni 1981 nr. 52 om verdipapirfond gjøres følgende endringer:

Ny § 1-6 skal lyde:

§ 1-6. Tilknyttede agenter

Forvaltningsselskap kan benytte tilknyttede agenter for å markedsføre sine tjenester samt formidle ordre om andeler i verdipapirfond. Slik virksomhet krever ikke tillatelse etter verdipapirhandelloven § 9-1. Bestemmelsene gitt i eller i medhold av verdipapirhandelloven § 10-16 annet til fjerde ledd gjelder tilsvarende så langt de passer.

§ 2-1 annet ledd skal lyde:

Selskap med tillatelse etter første ledd kan i tillegg gis tillatelse til å drive slik virksomhet som beskrevet i verdipapirhandelloven § 2-1 første ledd nr. 4. For slik virksomhet gjelder bestemmelsene i loven her med forskrifter. *Departementet kan i forskrift fastsette at lov om verdipapirhandel med forskrifter også skal gjelde slik virksomhet.*

6. I lov 10. juni 1988 nr. 40 om finansieringsvirksomhet (finansieringsvirksomhetsloven) skal § 2-19 fjerde ledd lyde:

Utdeling av aksjer etter tredje ledd bokstav a skal skje på grunnlag av kundeforholdet. I omdanningsvedtaket kan det bestemmes at kunder med rett til aksjer under en fastsatt grense skal tilføres kontanter i stedet for aksjer. Kongen kan gi nærmere regler om fordelingen av aksjer. Reglene i verdipapirhandelloven kapittel 7 om prospektkrav ved offentlige tilbud kommer til anvendelse.

7. I lov 26. juni 1992 nr. 86 om tvangsfullbyrdelse og midlertidig sikring (tvangsfullbyrdsloven) skal § 10-4 første ledd første punktum lyde:

Tvangsdekning i omsettelige verdipapirer som nevnt i verdipapirhandelloven § 2-2 annet ledd og i finansielle instrumenter som er registrert i et verdipapirregister, skjer ved salg av formuesgodet gjennom medhjelper.

8. I lov 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven) gjøres følgende endringer:

§ 4-25 nytt syvende ledd skal lyde:

(7) Ved tvungen innløsning i forbindelse med tilbudsplikt og frivillig tilbud etter verdipapirhandelloven kapittel 6 gjelder det særlige regler i verdipapirhandelloven § 6-22.

§ 5-10 nytt fjerde ledd skal lyde:

For selskaper som omfattes av verdipapirhandelloven § 5-4, gjelder i tillegg kravene i verdipapirhandelloven § 5-9 annet og tredje ledd.

9. I lov 17. desember 1999 nr. 95 om betalings-systemer m.v. gjøres følgende endringer:

§ 1-2 skal lyde:

Som verdipapiroppgjørssystem regnes systemer basert på felles regler for avregning, oppgjør eller overføring av finansielle instrumenter som nevnt i verdipapirhandelloven § 2-2.

§ 4-4 annet ledd skal lyde:

Dersom finansielle instrumenter som nevnt i verdipapirhandelloven § 2-2 er stilt som sikkerhet etter første ledd, og retten til de finansielle instrumentene er registrert i et register, en konto eller i et verdipapirregister i en EØS-stat, skal lovgivningen i dette landet være bestemmende for rettighetene til innehaver av sikkerhetsstillelsen.

10. I lov 5. juli 2002 nr. 64 om registrering av finansielle instrumenter (verdipapirregisterloven) skal § 2-2 første ledd første punktum lyde:

Andre finansielle instrumenter som nevnt i verdipapirhandelloven § 2-2 kan innføres i et verdipapirregister, med de rettsvirkninger som følger av denne lov.

11. I lov 13. desember 2002 nr. 74 om e-pengeforetak skal § 5-3 lyde:

§ 5-3. Tillitsmenns og ansattes handel for egen regning.

For tillitsmenns og ansattes handel for egen regning med finansielle instrumenter gjelder lov om verdipapirhandel §§ 8-1 til 8-7.

12. I lov 26. mars 2004 nr. 17 om finansiell sikkerhetsstillelse skal § 1 tredje ledd bokstav d lyde:

d) avregningssentraler og sentrale motparter, oppgjørssentraler og lignende lovregulerte institusjoner som handler med finansielle instrumenter som nevnt i verdipapirhandelloven § 2-2 første ledd nr. 4, eller juridiske personer som handler i egen-skap av formuesforvalter eller etter fullmakt fra en eller flere personer, for eksempel tillitsmenn for obligasjonseiere i obligasjonsmarkedet eller spesialforetak opprettet i forbindelse med verdipapirisering.

Forslag

til lov om regulerte markeder (børsloven)

Kapittel 1. Innledende bestemmelser

§ 1. Lovens formål

Lovens formål er å legge til rette for effektive, velordnede og tillitvekkende markeder for finansielle instrumenter.

§ 2. Lovens virkeområde

(1) Loven gjelder virksomhet som regulert marked i Norge. Lovens kapittel 6 gjelder kun for regulerte markeder som er børser.

(2) Loven gjelder også virksomhet som norsk regulert marked driver i utlandet gjennom filial eller ved grenseoverskridende virksomhet, med mindre annet er fastsatt av departementet.

(3) Kongen gir forskrift om lovens anvendelse på Svalbard og kontinentalsokkelen, og kan fastsette særlige regler under hensyn til de stedlige forhold.

§ 3. Definisjoner mv.

(1) Med regulert marked menes foretak med tillatelse etter § 4 som beslutter opptak til handel av finansielle instrumenter på markedet, og som organiserer eller driver et multilateralt system som legger til rette for regelmessig omsetning av noterte instrumenter i samsvar med lov, forskrift og objektive handelsregler fastsatt av markedet selv.

(2) Med børs menes regulert marked med særskilt tillatelse etter § 33.

(3) Departementet kan i forskrift fastsette regler om hva som menes med regulert marked, samt organiseringen og driften av regulert marked.

Kapittel 2. Krav om tillatelse mv.

§ 4. Tillatelse til å drive virksomhet som regulert marked

(1) Virksomhet som regulert marked kan bare drives av foretak som har tillatelse til dette fra departementet.

(2) Foretak som ikke har tillatelse som regulert marked etter denne lov kan ikke benytte betegnel-

sen regulert marked i eller som tillegg til sitt navn, eller ved omtale av sin virksomhet, dersom bruken er egnet til å gi inntrykk av at foretaket har tillatelse etter denne loven.

§ 5. Konsesjonsmyndighet. Søknad om tillatelse

(1) Departementet kan gi tillatelse som regulert marked til foretak som oppfyller kravene i loven her. Søknad om tillatelse som regulert marked skal inneholde

- a) virksomhetsplan, og
- b) opplysninger om organiseringen av foretaket som viser at de lovbestemte krav er oppfylt.

Utkast til regler og forretningsvilkår i henhold til § 22 tredje ledd skal vedlegges søknaden. Departementet kan be om ytterligere opplysninger.

(2) Vedtak om tillatelse skal meddeles søker snarest mulig og senest seks måneder etter at søknaden ble mottatt. Dersom søknaden ikke inneholder opplysninger som er nødvendige for å avgjøre om tillatelse skal gis, regnes fristen fra det tidspunkt slike opplysninger ble mottatt.

§ 6. Bortfall, endring og tilbakekall av tillatelse

(1) Tillatelse etter § 5 bortfaller dersom regulert marked kommer under konkursbehandling eller tvangsakkord.

(2) Departementet kan helt eller delvis endre, herunder sette nye vilkår, eller tilbakekalle tillatelse for regulert marked dersom:

- a) foretaket ikke gjør bruk av tillatelsen innen tolv måneder, gir uttrykkelig avkall på tillatelsen eller har opphørt å drive virksomhet som regulert marked i mer enn seks måneder,
- b) foretaket har fått tillatelsen ved hjelp av uriktige opplysninger eller andre uregelmessigheter,
- c) foretaket ikke lenger oppfyller de vilkår som kreves for tillatelsen, herunder kravene til ansvarlig kapital og likviditet,
- d) foretaket alvorlig eller systematisk overtrer bestemmelser gitt i eller i medhold av lov,
- e) mislige forhold hos foretaket gir grunn til å frykte at en fortsettelse av virksomheten kan skade allmenne interesser, eller

- f) foretaket ikke etterkommer pålegg gitt i medhold av § 47 eller lov 7. desember 1956 nr. 1 om tilsynet for kredittinstitusjoner, forsikringselskaper og verdipapirhandel mv. § 4 første ledd nr. 7.

§ 7. Sammenslåing og deling av regulert marked mv.

Vedtak om sammenslåing og deling av regulert marked skal meddeles departementet minst tre måneder før vedtaket gjennomføres. Tilsvarende gjelder ved avhendelse av en vesentlig del av regulert markeds konsesjonspliktige virksomhet. Departementet avgjør i tvilstilfelle om en avhendelse omfatter en vesentlig del av den konsesjonspliktige virksomheten. Departementet kan innen tre måneder fra melding er mottatt nekte sammenslåing, deling eller avhendelse, sette vilkår for gjennomføring av transaksjonen eller endre konsesjonen.

§ 8. Virksomhet i utlandet

Norsk regulert marked som skal utøve virksomhet i utlandet gjennom datterselskap eller filial, skal ha tillatelse fra departementet.

Kapittel 3. Organisasjonsform, organer mv.

§ 9. Organisasjonsform

Regulert marked skal være organisert som allmennaksjeselskap.

§ 10. Styre og ledelse

(1) Regulert marked skal ha et styre med minst fem medlemmer. Daglig leder kan ikke være medlem av styret.

(2) Styremedlemmer, daglig leder og andre som faktisk deltar i ledelsen av regulert marked skal ha relevante kvalifikasjoner og yrkeserfaring, ha ført en hederlig vandel og for øvrig ikke ha utvist utilbørlig atferd som gir grunn til å anta at stillingen eller vervet ikke vil kunne ivaretas på forsvarlig måte.

(3) Regulert marked skal gi Kredittilsynet melding ved endring av styrets sammensetning og ved skifte av daglig leder eller andre som faktisk deltar i ledelsen av virksomheten. Meldingen skal så vidt mulig gis på forhånd, og skal inneholde nødvendige opplysninger om kvalifikasjoner og yrkeserfaring, vandel, verv eller stilling i annen virksomhet.

(4) Kredittilsynet kan gi pålegg om at endringer ikke skal iverksettes dersom endringen kan antas å medføre at vilkårene i første og annet ledd ikke vil oppfylles.

§ 11. Internkontroll

(1) Styret skal fastsette retningslinjer for internkontroll, og skal forvisse seg om at internkontrollen etableres, gjennomføres og dokumenteres på en forsvarlig måte i samsvar med styrets retningslinjer og pålegg. Kredittilsynet kan gi nærmere regler om gjennomføringen av internkontroll.

(2) Daglig leder skal sørge for at internkontroll etableres og gjennomføres i henhold til lov og forskrifter samt styrets retningslinjer og pålegg.

§ 12. Revisor

Kredittilsynet kan gi nærmere regler om revisors arbeidsoppgaver i regulert marked.

§ 13. Organisatoriske krav

Regulert marked skal fastsette interne regler og treffe nødvendige tiltak som til enhver tid sikrer:

- a) identifisering og håndtering av interessekonflikter mellom det regulerte markedet eller dets eiere på den ene siden og markedets oppgaver og funksjoner på den annen,
- b) identifisering og håndtering av signifikante risikoer som virksomheten utsettes for,
- c) gjennomsiktige og faste handelsregler og prosedyrer i henhold til § 24, herunder etablering av objektive kriterier for effektiv gjennomføring av ordre,
- d) at markedet har systemer for en forsvarlig drift av det tekniske systemet, herunder effektive ordninger i tilfelle av teknisk avbrudd (reserveløsninger), og
- e) at det legges til rette for effektiv og rettidig gjennomføring av transaksjoner.

§ 14. Taushetsplikt

(1) Tillitsvalgte, ansatte og revisor ved regulert marked plikter å hindre at noen får adgang eller kjennskap til det som de i sitt arbeid får vite om andres forretningsmessige eller personlige forhold med mindre annet følger av denne eller annen lov. Vedkommende må heller ikke gjøre bruk av slike opplysninger ved ervervsvirksomhet eller ved kjøp og salg av finansielle instrumenter. Bestemmelsene i forvaltningsloven §§ 13a til 13e får tilsvarende anvendelse.

(2) Taushetsplikten gjelder også etter at vedkommende har sluttet i tjenesten eller vervet.

(3) Taushetsplikt etter første og annet ledd i denne bestemmelse er ikke til hinder for at opplysninger gis tilsynsmyndighetene.

(4) Departementet kan i forskrift eller ved enkeltvedtak gjøre unntak fra taushetsplikten overfor annet regulert marked, verdipapirregister, oppgjørssentral, og utenlandske tilsynsmyndigheter.

§ 15. Habilitetsregler

(1) Tillitsvalgte og ansatte ved regulert marked må ikke delta i behandlingen eller avgjørelsen av spørsmål som har slik særlig betydning for egen del eller for noen nærstående at vedkommende må anses for å ha en fremtredende personlig eller økonomisk særinteresse i saken. Vedkommende må heller ikke delta i behandlingen eller avgjørelsen av noe spørsmål som har fremtredende økonomisk særinteresse for selskap, forening eller annen offentlig eller privat institusjon som vedkommende er knyttet til.

(2) Departementet kan i forskrift fastsette begrensninger i ansattes og tillitsvalgtes adgang til å ha styreverv eller bierverv i selskap hvis finansielle instrumenter er opptatt til notering og handel på vedkommende regulerte marked. Departementet kan fastsette tilsvarende begrensning for ansatte og tillitsvalgte i foretak som inngår i samme konsern som regulert marked.

§ 16. Adgangen til å eie finansielle instrumenter m.m.

(1) Regulert marked kan ikke eie finansielle instrumenter som er opptatt til notering og handel på vedkommende marked, eller rettigheter til slike, med unntak av obligasjoner og sertifikater utstedt av en EØS-stat.

(2) Ansatte i regulert marked kan bare erverve eller avhende finansielle instrumenter i den utstrekning det følger av forskrift fastsatt av departementet. Departementet kan i forskrift fastsette begrensninger i tillitsvalgtes adgang til å foreta slike transaksjoner. Departementet kan fastsette forskrift om at ansatte og tillitsvalgte skal melde egne handler og handler foretatt av nærstående til det regulerte markedet eller Kredittilsynet. Reglene i annet og tredje punktum gjelder tilsvarende for ansatte og tillitsvalgte i foretak som inngår i samme konsern som regulert marked.

Kapittel 4. Eier- og kapitalforhold mv.

§ 17. Eierkontroll

(1) Erverv av betydelig eierandel i regulert marked kan bare gjennomføres etter at melding om dette på forhånd er sendt til Kredittilsynet.

(2) Med betydelig eierandel menes direkte eller indirekte eierandel som representerer minst 10 prosent av aksjekapitalen eller stemmene, eller

som på annen måte gjør det mulig å utøve betydelig innflytelse over forvaltningen av selskapet. Likt med vedkommende aksjeeiers egne aksjer regnes i denne sammenheng aksjer som eies av aksjeeiere som nevnt i § 18.

(3) Kredittilsynet skal innen tre måneder fra den dag melding som nevnt i første ledd er mottatt, nekte slikt erverv dersom vedkommende aksjeeier ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket.

(4) Ved avhendelse av eierandel som medfører at eierandelens størrelse kommer under grensene som nevnt i annet ledd, skal det gis melding til Kredittilsynet.

§ 18. Konsolidering

(1) Likt med aksjeeierens egne aksjer regnes i forhold til reglene i § 17 de aksjer som eies eller overtas av aksjeeiernes nærstående, jf. verdipapirhandelloven § 2-5.

(2) Departementet avgjør i tvilstilfelle om aksjer som aksjeeieren ikke eier skal likestilles med egne aksjer etter reglene i første ledd.

§ 19. Opptak til notering av finansielle instrumenter utstedt av regulert marked

(1) Regulert marked kan ikke oppta til notering omsettelige verdipapirer utstedt av det regulerte markedet, eller finansielle instrumenter knyttet til slike.

(2) Departementet kan gi samtykke til at et regulert marked opptar til notering omsettelige verdipapirer som er utstedt av et foretak som inngår i konsernforhold med vedkommende marked eller finansielle instrumenter knyttet til slike. Det kan stilles vilkår for slikt samtykke, herunder at slikt foretak skal underlegges særlig tilsyn fra Kredittilsynet, samt at foretaket skal ha opplysningsplikt overfor Kredittilsynet.

(3) Departementet kan gi nærmere regler om prosedyrer, beslutning og kontroll vedrørende slikt opptak, om løpende notering og om tilsyn med utsteder og det regulerte markedet.

§ 20. Krav til ansvarlig kapital

(1) Regulert marked skal til enhver tid ha en ansvarlig kapital som er forsvarlig ut fra risikoen ved og omfanget av virksomheten i foretaket.

(2) Ved vurderingen av foretakets risiko skal det blant annet tas hensyn til virksomhetsrisiko, kontraktsrisiko, operasjonell risiko og annen særlig risiko som foretakets virksomhet er eksponert for.

(3) Departementet kan gi nærmere regler om hva som skal regnes som foretakets ansvarlige kapital, samt om minstekrav til ansvarlig kapital.

§ 21. Likviditetskrav

Regulert marked skal ha en beholdning av likvide midler, eller tilgang på slike, som anses betryggende ut fra foretakets virksomhet og situasjon. Departementet kan gi nærmere regler om beregning av likvide midler og om hva som kan anses som betryggende beholdning.

Kapittel 5. Virksomhetsregler

§ 22. Generelle krav til virksomheten

(1) Regulert marked skal drive sin virksomhet med tilbørlig hensyn til prinsipper om effektivitet, nøytralitet og likebehandling av aktører samt for å sikre at markedet har god gjennomsiktighet og at kursnoteringen gjenspeiler de noterte instrumentenes markedsverdi.

(2) Regulert marked skal ha de systemer for gjennomføring av handel, kursnoteringer, gjennomsiktighet, informasjonsgivning og markeds- overvåking som er nødvendige i forhold til den måten virksomheten er organisert på.

(3) Regulert marked skal sende sine regler og forretningsvilkår, og endringer i disse, til Kredittilsynet. Kredittilsynet kan kreve reglene eller forretningsvilkårene endret dersom de ikke oppfyller lov eller forskrift. Kredittilsynet kan fastsette frist for innsending av endring og tillegg i regler og forretningsvilkår før endringen eller tillegget settes i verk.

§ 23. Virksomhetsbegrensninger

(1) Regulert marked kan i tillegg til virksomhet som regulert marked bare drive virksomhet som har naturlig sammenheng med markeds plassvirksomhet og som ikke svekker tilliten til markeds- plassens integritet og uavhengighet. Departementet avgjør i tvilstilfelle om vilkårene i første punktum er oppfylt.

(2) Dersom et regulert marked driver oppgjørsvirksomhet etter verdipapirhandelloven kapittel 13, må virksomheten drives i eget foretak. Departementet kan i forskrift eller enkeltvedtak gjøre unntak fra bestemmelsen i første punktum.

(3) Kredittilsynet kan pålegge regulert marked som driver annen virksomhet, å drive denne i et eget foretak.

§ 24. Opptak til og handel av finansielle instrumenter mv.

(1) Regulert marked skal ha regler om opptak av finansielle instrumenter til handel.

(2) Regler fastsatt i medhold av første ledd, skal sørge for at finansielle instrumenter kan handles på en redelig, velordnet og effektiv måte, samt at omsettelige verdipapirer etter verdipapirhandelloven § 2-2 annet ledd er fritt omsettelige. Ved opptak av derivater til handel skal reglene sørge for at derivatkontraktene er utformet på en slik måte at de legger til rette for en velordnet prisdannelse og effektive oppgjørsbetingelser.

(3) Regulert marked skal være innrettet på en slik måte at det påser at utstedere av omsettelige verdipapirer som er tatt opp til handel, oppfyller sine forpliktelser etter verdipapirhandelloven kapittel 5 og 7.

(4) Regulert marked skal være innrettet på en slik måte at det letter medlemmenes tilgang til opplysninger som offentliggjøres i medhold av verdipapirhandelloven kapittel 5 og 7.

(5) Regulert marked skal være innrettet slik at det regelmessig påser at vilkårene for opptak til handel av finansielle instrumenter oppfylles.

(6) Regulert marked kan uten utstедers samtykke ta opp til handel omsettelige verdipapirer som allerede er tatt opp til handel på et annet regulert marked, forutsatt at reglene i verdipapirhandelloven kapittel 7 oppfylles. Utstederen skal gis melding av det regulerte markedet om at opptak til handel finner sted. Utstederen skal ikke underlegges informasjonsforpliktelser som følge av opptaket.

(7) Regulert marked kan kreve at utsteder av finansielle instrumenter som er eller søkes tatt opp til handel, utstедeres tillitsvalgte og ansatte uten hinder av taushetsplikt gir regulert marked de opplysninger som er nødvendig for at markedet skal kunne oppfylle sine lovbestemte plikter. Første punktum gjelder tilsvarende for annen person som har søkt om opptak til handel av finansielle instrumenter.

(8) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om opptak av finansielle instrumenter til handel, herunder om utstедeres rettigheter og plikter som følge av opptaket.

§ 25. Suspensjon og strykning av finansielle instrumenter

(1) Regulert marked kan suspendere eller stryke et finansielt instrument hvis det ikke lenger tilfredsstiller det regulerte markedets vilkår eller regler eller særlige grunner for øvrig tilsier det.

Regulert marked kan likevel ikke suspendere eller stryke et finansielt instrument hvis dette kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller markedets oppgaver og funksjon.

(2) Regulert marked som suspenderer eller stryker et finansielt instrument fra handel, skal umiddelbart offentliggjøre og gi Kredittilsynet opplysninger om dette.

(3) Kredittilsynet kan beslutte at et regulert marked skal suspendere eller stryke et finansielt instrument i medhold av første ledd hvis det ikke lenger tilfredsstiller vilkårene for opptak til handel eller særlige grunner for øvrig tilsier det.

(4) Departementet kan gi nærmere regler om suspensjon og strykning av finansielle instrumenter.

§ 26. Medlemskap i regulert marked

(1) Regulert marked skal ha ikke-diskriminerende regler basert på objektive kriterier om medlemskap og tilgang til markedet.

(2) Reglene som nevnt i første ledd, skal beskrive et medlems forpliktelser som følger av:

- a) reguleringen av og virksomheten til det regulerte markedet,
- b) handelsreglene til markedet,
- c) profesjonelle standarder for ansatte i verdipapirforetak eller kredittinstitusjoner som deltar på markedet,
- d) vilkårene som gjelder for medlemmer som ikke er verdipapirforetak eller kredittinstitusjoner etter tredje ledd, og
- e) regler og prosedyrer for oppgjør av transaksjoner som gjelder på markedet.

(3) Regulert marked kan oppta verdipapirforetak og kredittinstitusjoner som medlem. Medlemmet skal ha en forsvarlig kapital, formålstjenlig organisasjon, tilstrekkelige tekniske systemer og for øvrig anses skikket til å delta i handelen i forhold til de forpliktelser medlemskapet innebærer. Regulert marked kan også oppta andre juridiske og fysiske personer som medlem, såfremt denne personen:

- a) anses egnet,
- b) har tilstrekkelig kompetanse knyttet til handel og transaksjoner,
- c) har, der hvor det er relevant, tilstrekkelige organisatoriske foranstaltninger, og
- d) har nødvendige finansielle ressurser i forhold til den stilling personen legger opp til å ha i markedet.

(4) Kravene i verdipapirhandelloven §§ 10-11, 10-12 og 10-13 gjelder ikke for transaksjoner som

sluttes mellom medlemmer i et regulert marked. Kravene i verdipapirhandelloven §§ 10-11, 10-12 og 10-13 gjelder imidlertid overfor medlemmers kunder.

(5) Regulert marked skal gi foretak med hovedkontor i annen EØS-stat og som har tillatelse til å yte investeringstjenester, adgang til medlemskap på like vilkår som andre medlemmer.

(6) Regulert marked skal gi Kredittilsynet melding hvis det har til hensikt å etablere ordninger i annen EØS-stat som kan lette fjernmedlemmers adgang til og mulighet for å handle på markedet. Kredittilsynet skal innen én måned gi opplysningene til tilsynsmyndigheten i den andre EØS-staten.

(7) Medlem på regulert marked samt tillitsvalgte og ansatte hos medlem er uten hinder av taushetsplikt forpliktet til å gi vedkommende regulerte marked de opplysninger som er nødvendig for at markedet skal kunne oppfylle sine plikter etter denne lov og annen lovgivning.

(8) Departementet kan fastsette nærmere regler om vilkår for medlemskap og medlemmers forpliktelser.

§ 27. Markedsovervåking

(1) Regulert marked skal etablere effektive ordninger og prosedyrer som sikrer en regelmessig overvåking av medlemmers etterlevelse av markedets egne regler. Regulerte markeder skal overvåke transaksjoner på markedet med sikte på å avdekke brudd på relevante lover og regler, markedets egne regler og rettsstridige handelsforhold.

(2) Regulert marked skal umiddelbart gi melding til Kredittilsynet ved mistanke om vesentlige brudd på relevante lover og regler, markedets egne regler og rettsstridige handelsforhold.

(3) Regulert marked kan kreve at verdipapirregister og oppgjørssentral uten hinder av taushetsplikt gir slike opplysninger som er nødvendige for at markedet skal kunne oppfylle sine plikter etter første og annet ledd. Opplysningene kan ikke benyttes til andre formål.

(4) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om markedsovervåkingen. Departementet kan videre fastsette nærmere regler om opplysningsplikten etter tredje ledd, herunder om innskrenkninger i opplysningsplikten og om det formål opplysningene kan benyttes til, samt om og i hvilken utstrekning det skal kunne kreves betaling for kostnader ved utlevering av opplysninger.

§ 28. Offentliggjøring av opplysninger om ordre mv.

(1) Regulert marked skal offentliggjøre kjøps- og salgstilbud i aksjer, herunder ordredybde på ulike prisnivåer, som legges inn i markedets handelssystem. Opplysningene skal på alminnelige forretningsmessige vilkår offentliggjøres løpende i løpet av handelsdagen. Regulert marked skal fastsette regler om offentliggjøring av opplysninger om ordre mv.

(2) Regulert marked kan på alminnelige forretningsmessige vilkår og ikke-diskriminerende basis gi verdipapirforetak som omfattes av verdipapirhandelloven § 10-19, tilgang til de ordningene som benyttes for offentliggjøring av opplysningene nevnt i første ledd.

(3) Kredittilsynet kan frita regulert marked fra forpliktelsene i henhold til første ledd.

(4) Departementet kan i forskrift fastsette regler om offentliggjøring av opplysninger om ordre mv., herunder at det skal gis opplysninger om andre finansielle instrumenter enn aksjer, samt om Kredittilsynets fritaksadgang etter tredje ledd.

§ 29. Offentliggjøring av opplysninger om handler mv.

(1) Regulert marked skal offentliggjøre pris, volum og tidspunkt for transaksjoner i aksjer opp tatt til handel på vedkommende marked. Opplysningene skal på alminnelige forretningsmessige vilkår offentliggjøres så raskt som mulig etter gjennomføring av transaksjonene. Regulert marked skal fastsette regler om offentliggjøring av opplysninger om handler mv.

(2) Regulert marked kan på alminnelige forretningsmessige vilkår og ikke-diskriminerende basis gi verdipapirforetak som omfattes av verdipapirhandelloven § 10-19, tilgang til de ordningene som benyttes for offentliggjøring av opplysningene nevnt i første ledd.

(3) Kredittilsynet kan gi regulert marked adgang til å utsette offentliggjøring etter første ledd.

(4) Departementet kan i forskrift fastsette regler om offentliggjøring av opplysninger om handler mv., herunder at det skal gis opplysninger om andre finansielle instrumenter enn aksjer, samt om Kredittilsynets fritaksadgang etter tredje ledd.

§ 30. Løpende mulkt

Regulert marked kan pålegge et foretak eller en person som ikke oppfyller sin opplysningsplikt etter §§ 24 syvende ledd og 27 tredje ledd eller forskrift gitt i medhold av disse, en daglig løpende mulkt inntil opplysningsplikten er oppfylt. Pålegg

om mulkt er tvangsgrunnlag for utlegg. Departementet kan gi nærmere regler om illeggelse av løpende mulkt.

§ 31. Overtredelsesgebyr

Ved brudd på denne lov eller forskrifter gitt i medhold av denne lov eller ved vesentlige brudd på regulert markeds regler og forretningsvilkår, kan regulert marked pålegge utsteder av finansielle instrumenter notert på vedkommende regulerte marked eller medlemmer i vedkommende relaterte marked å betale et overtredelsesgebyr. Departementet kan gi nærmere regler om illeggelse av overtredelsesgebyr.

§ 32. Forvaltningslovens anvendelse på avgjørelser truffet av regulert marked

Departementet kan i forskrift fastsette i hvilken utstrekning forvaltningsloven skal gjelde når regulert marked treffer avgjørelser. Departementet kan fastsette nærmere regler om saksbehandlingen.

Kapittel 6. Tilleggskrav for å drive virksomhet som børs mv.

I. Krav om tillatelse mv.

§ 33. Tillatelse til å drive virksomhet som børs mv.

(1) Virksomhet som børs kan bare drives av foretak som har tillatelse til dette fra departementet. Foretak som ikke har tillatelse som børs etter denne lov, kan ikke benytte betegnelsen børs i eller som tillegg til sitt navn, eller ved avtale av sin virksomhet, dersom brukeren er egnet til å gi inntrykk av at foretaket har tillatelse etter denne loven.

(2) Vedtektene og endringer i disse skal forelegges departementet til godkjenning. Departementet kan gi forskrift om innhold og godkjenning av børsers vedtekter.

(3) Vedtak om avhendelse av en vesentlig del av den konsesjonspliktige virksomheten skal treffes av generalforsamlingen med flertall som for vedtektsendring.

II. Opptak til notering, eierbegrensinger mv.

§ 34. Opptak til handel av finansielle instrumenter på børs

(1) Finansielle instrumenter kan opptas til handel på børs etter reglene i § 24 og forskrift gitt i medhold av denne, og børsens egne regler dersom vedkommende børs finner at de finansielle instrumentene er egnet for dette og kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning.

(2) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om børsnotering av finansielle instrumenter.

§ 35. Eierbegrensninger

(1) Ingen kan eie aksjer som representerer mer enn 10 prosent av aksjekapitalen eller stemmene i en børs. Likestilt med aksjeeier regnes erverv av rett til å bli eier av aksjer når dette må anses som reelt erverv av aksjene. Departementet kan i særlige tilfelle gjøre unntak fra reglene i leddet her.

(2) Begrensningene i første ledd er ikke til hinder for at en børs eies 100 prosent av et foretak med hovedkontor i Norge som ikke driver annen virksomhet enn å forvalte eierinteresser i datterselskaper, og datterselskapene ikke driver annen virksomhet enn børsvirksomhet eller virksomhet som har naturlig sammenheng med dette. Første ledd gjelder tilsvarende for slike foretak.

(3) Departementet kan gi tillatelse til at norsk eller utenlandsk børs eller annet foretak kan ha eierandeler svarende til inntil 25 prosent av aksjekapitalen eller stemmene i en børs som ledd i en strategisk samarbeidsavtale mellom foretakene vedrørende børsvirksomheten, når dette er vedtatt av generalforsamlingen i den eide børsen med flertall som for vedtektsendring, så lenge avtalen gjelder.

(4) Dersom en aksjeeier besitter aksjer i strid med reglene i paragrafen her, kan departementet fastsette frist for å bringe eierforholdet i overensstemmelse med loven. Dersom denne fristen overskrides, kan departementet selge aksjene etter reglene om tvangssalg av omsettelige verdipapirer så langt de passer. Tvangsfullbyrdsloven § 10-6, jf. § 8-16, kommer ikke til anvendelse. Vedkommende aksjeeier skal varsles om at tvangssalg vil bli foretatt to uker før salg foretas.

(5) Inntil nedsalg eller tvangssalg har funnet sted kan aksjeeieren for den del av aksjene som overstiger tillatt nivå, ikke utøve andre rettigheter i selskapet enn retten til å heve utbytte og til å utøve fortrinnsrett ved kapitalforhøyelse.

§ 36. Stemmerettsbegrensninger

(1) På generalforsamlingen i børs kan ingen stemme for mer enn 10 prosent av stemmene i foretaket eller for mer enn 20 prosent av de stemmer som er representert på generalforsamlingen.

(2) Reglene i denne paragraf gjelder ikke på generalforsamling i børs som omfattes av bestemmelsene i § 35 første ledd tredje punktum og § 35 annet og tredje ledd.

§ 37. Konsolidering

(1) Likt med aksjeeierens egne aksjer regnes i forhold til reglene i § 35 og § 36 aksjer som eies eller overtas av aksjeeierens nærstående i henhold til verdipapirhandelloven § 2-5.

(2) Departementet avgjør i tvilstilfelle om aksjer som aksjeeieren ikke eier, skal likestilles med egne aksjer etter reglene i første ledd.

§ 38. Kontrollkomité

Departementet kan i forskrift fastsette regler om at børs skal ha kontrollkomité, herunder om kontrollkomiteens sammensetning, oppgaver, instruks og melding til Kredittilsynet.

§ 39. Stans i handel

Departementet kan i ekstraordinære situasjoner vedta at all notering og handel ved børs skal stanses. Så vidt mulig skal børsens og Kredittilsynets uttalelse innhentes før beslutning fattes. Dersom departementets vedtak ikke kan avvertes, kan Kredittilsynet treffe slik avgjørelse. Dersom Kredittilsynets vedtak ikke kan avvertes, kan børs treffe slik avgjørelse.

§ 40. Forvaltningslovens anvendelse på avgjørelser truffet av børs

Når børs treffer avgjørelser etter denne lov §§ 25, 26, 30, 31 og 34, samt verdipapirhandelloven kapittel 6 og 7 og § 17-4 tredje ledd, skal forvaltningslovens kapittel III, IV, V, VI og VIII, med unntak av § 13, få anvendelse. Departementet kan fastsette nærmere regler om saksbehandlingen.

III. Klagenemnd, søksmålsadgang mv.

§ 41. Oppnevning av klagenemnd og kompetanse mv.

(1) Departementet kan oppnevne en egen klagenemnd for å avgjøre klager på slike vedtak som nevnt i § 40. Klagenemnden skal ha en leder og en nestleder som begge skal ha juridisk embetseksamen. Departementet kan i forskrift fastsette at også andre vedtak fattet av børs enn de som er nevnt i § 40 skal kunne påklages, og fastsette unntak fra klageadgangen. Departementet kan i forskrift fastsette i hvilken utstrekning avgjørelser truffet av annet regulert marked kan bringes inn for klagenemnden.

(2) Klagenemnden kan i tvister mellom private parter opptre som voldgiftsrett etter nærmere regler fastsatt av departementet.

(3) Forvaltningsloven kommer til anvendelse for klagenemndens virksomhet. Departementet

kan fastsette nærmere regler om frister, innholdet av klage, tilsvare og muntlig forhandling og om klagenemndens sammensetning og virksomhet. Slike regler kan utfylle, supplere eller avvike fra regler gitt i eller i medhold av denne lov.

§ 42. Dekning av klagenemndens utgifter

(1) Klagenemndens utgifter dekkes av børser og andre regulerte markeder på bakgrunn av fordeling fastsatt av departementet etter forslag fra klagenemnden. Departementet fastsetter medlemmenes godtgjørelse.

(2) Det kan kreves gebyr for behandling av klage som angitt i § 41 første ledd. Departementet kan gi nærmere regler om når gebyr skal kreves, om gebyrenes størrelse og om innkrevingen.

(3) Departementet kan gi nærmere regler om når en part kan bli tilkjent saksomkostninger fra det offentlige og om en parts rett til dekning av saksomkostninger fra andre parter.

§ 43. Søksmålsadgang

(1) Søksmål mot vedtak som omhandlet i § 40 kan ikke reises før klageadgangen er utnyttet. Klagenemnden kan i særlige tilfeller gjøre vedtak om at det likevel kan reises søksmål mot avgjørelsen. Frist for søksmål er 6 måneder fra det tidspunkt klagen er avgjort eller tillatelse til søksmål er gitt.

(2) Søksmål mot vedtak truffet av en børs eller annet regulert marked reises mot vedkommende foretak. Staten kan på ethvert trinn tre inn i saken som hjelpeintervenient og kan etter avtale med børsen eller det regulerte markedet overta saken.

Kapittel 7. Tilsyn og sanksjoner

§ 44. Tilsynsmyndighet

Kredittilsynet forestår tilsyn med regulerte markeder.

§ 45. Opplysningsplikt overfor Kredittilsynet

(1) Regulert marked og selskap i samme konsern har plikt til å gi de opplysninger som Kredittilsynet krever om forhold som angår foretakets virksomhet, samt til å fremvise og utlevere til Kredittilsynet dokumentasjon som angår virksomheten. Ved mistanke om brudd på verdipapirhandelloven kapittel 3 eller ureglementerte markedsforhold eller ved vesentlige brudd på reglene til regulert marked, plikter regulert marked og selskap i samme konsern straks å melde fra til og bistå Kredittilsynet. Opplysningene og bistanden skal gis uten kostnad for Kredittilsynet.

(2) Dersom det inntreffer forhold som medfører risiko for at regulert marked ikke vil kunne oppfylle de fastsatte krav til ansvarlig kapital og likviditet, eller det oppstår andre forhold som kan innebære betydelig risiko knyttet til driften av foretaket, skal foretaket straks gi melding til Kredittilsynet om dette.

(3) Utsteder av finansielle instrumenter som er børsnotert eller opptatt til handel på et regulert marked, plikter å gi Kredittilsynet de opplysninger som Kredittilsynet anser nødvendige for å avgjøre om det har skjedd overtredelse av bestemmelser gitt i eller i medhold av denne lov vedrørende de finansielle instrumentene. Medlem i regulert marked samt tillitsvalgte og ansatte hos børsmedlemmet plikter å gi Kredittilsynet de opplysninger som Kredittilsynet anser nødvendig for å avgjøre om det har skjedd overtredelse av bestemmelser gitt i eller i medhold av denne lov vedrørende medlemskapet eller deltagelsen i handel på regulert marked.

§ 46. Innskrenking av Kredittilsynets taushetsplikt

Dersom Kredittilsynet gjennom sitt tilsyn med regulerte markeder får grunn til å anta at noen er eller vil bli påført tap som følge av at bestemmelser i lov eller i medhold av lov ikke er overholdt, kan Kredittilsynet uten hinder av lovbestemt taushetsplikt underrette vedkommende om forholdet.

§ 47. Pålegg fra Kredittilsynet

(1) Kredittilsynet kan gi regulert marked pålegg om retting dersom foretaket opptrer i strid med lov eller bestemmelser gitt med hjemmel i lov eller egne regler og forretningsvilkår. Tilsvarende gjelder dersom foretakets ledelse eller styremedlemmer ikke oppfyller kravene til hederligandel og erfaring som fastsatt i § 10 annet ledd.

(2) Dersom en aksjeeier med betydelig eierandel ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket, eller en aksjeeier ikke har gitt melding til Kredittilsynet etter § 17 første ledd, eller erverver aksjer i strid med Kredittilsynets vedtak etter § 17 tredje ledd, kan Kredittilsynet gi pålegg om at stemmerettighetene knyttet til aksjene ikke kan utøves.

(3) Dersom Kredittilsynet har grunn til å anta at noen handler i strid med bestemmelser gitt i eller i medhold av denne lov, kan Kredittilsynet gi pålegg om å bringe handlingen til opphør. Pålegget kan omfatte ethvert tiltak som er nødvendig for å bringe overtredelsen til opphør.

§ 48. *Straff*

(1) Med bøter straffes den som forsettlig eller uaktsomt driver virksomhet som regulert marked uten tillatelse etter § 4 første ledd eller benytter betegnelsen regulert marked eller børs i strid med § 4 annet ledd eller § 33 første ledd.

(2) Den som forsettlig eller uaktsomt tilsidesetter sin opplysningsplikt etter § 24 syvende ledd eller § 26 syvende ledd straffes med bøter eller fengsel inntil 1 år eller begge deler. Foreligger det særlig skjerpene omstendigheter kan fengsel inntil 3 år anvendes.

(3) Hvis ikke handlingen går inn under noen strengere straffebestemmelse, straffes tillitsvalgte eller ansatte ved regulert marked som forsettlig eller uaktsomt overtrer bestemmelser gitt i eller i medhold av denne lov, med bøter eller under særlig skjerpene omstendigheter med fengsel inntil 1 år eller begge deler.

(4) Medvirkning straffes på samme måte.

Kapittel 8. Ikrafttredelse og overgangsregler, endringer i andre lover

§ 49. *Ikrafttredelse*

Loven trer i kraft fra den tid departementet bestemmer. Departementet kan sette i kraft de enkelte bestemmelsene til forskjellig tid.

§ 50. *Overgangsregler*

(1) Tillatelser gitt etter lov 17. november 2000 nr. 80 om børsvirksomhet m.m. § 2-1 videreføres. Foretak med slike tillatelser må innrette sin virksomhet etter reglene i loven her og i lov om verdipapirhandel fra lovens ikrafttredelse.

(2) Departementet kan gi ytterligere overgangsregler.

§ 51. *Endringer i andre lover*

Fra den tid loven trer i kraft, gjøres følgende endringer i andre lover:

1. Lov 17. november 2000 nr. 80 om børsvirksomhet m.m. oppheves.

2. I lov 16. juni 1989 nr. 53 om eiendomsmegling skal § 1-1 første ledd nr. 4 lyde:

4. omsetning av parter i selskap, jf. selskapsloven § 1-2 første ledd bokstav a, eller aksjer i aksjeselskap eller allmennaksjeselskap som ikke er *notert på regulert marked*, dersom omsetningen hovedsakelig tar sikte på overdragelse av eiendom eller rettighet som nevnt i nr. 1 til 3.

3. I lov 26. juni 1992 nr. 86 om tvangsfullbyrdelse og midlertidig sikring (tvangsfullbyrdsloven) skal § 1-3 annet ledd lyde:

Før et krav er misligholdt, kan det ikke gyldig avtales at tvangsdekning skal skje på annen måte enn gjennom namsmyndighetene. For enkle pantsatte krav gjelder panteloven § 4-6. For *verdipapirer som er notert på regulert marked* og fondsaktiver kan det inngås forhåndsavtale om salg gjennom uavhengig megler. For finansiell sikkerhetsstillelse kan det inngås skriftlig avtale om realisasjon, jf. lov om finansiell sikkerhetsstillelse § 7.

4. I lov 26. mars 1999 nr. 14 om skatt av formue og inntekt (skatteloven) skal § 9-11 fjerde ledd bokstav a lyde:

a. lånet gjelder aksje, grunnfondsbevis eller ihen-
dehaverobligasjon, tatt opp til notering på *regulert marked* som definert i *lov om regulerte markeder* § 3 første ledd, eller tilsvarende notering på utenlandsk børs, og

5. I lov 1. april 2005 nr. 4 om europeiske selskaper ved gjennomføring av EØS-avtalen vedlegg XXII nr. 10a (rådsforordning (EF) nr. 2157/2001) (SE-loven) skal § 7 annet ledd bokstav e lyde:

e) lov ... om *regulerte markeder* § 7,

