



DEN NORSKE ADVOKATFORENING

HOVEDSTYRET

Kristian Augusts gate 9, 0164 Oslo
Telefon 22 03 50 50 Telefaks 22 11 53 25

FINANSDEPARTEMENTET

17. SEP. 2004

Saksnr. 0112517-57
Arkivnr.

Dato: 16-09-2004

Vår ref.: #20533v1

Deres ref.: 01/2517

Finansdepartementet
Finansmarkedsavdelingen
Boks 8008 Dep.
0030 Oslo

Sendes også som e-post: arkiv.postmottak@finans.dep.no

HØRINGSUTTALELSE - GJENNOMFØRING AV NYTT PROSPEKTDIREKTIV MED TILHØRENDE FORORDNING

Vi viser til departements høringsbrev av 2. juli 2004 vedrørende gjennomføring av nytt prospektdirektiv.

Saken har vært forelagt Advokatforeningens lovutvalg for børs- og verdipapirhandelrett bestående av Tor G. Birkeland (leder), Erling Christiansen, Snorre Haukali og Knut Bergo.

Utvalget har avgitt følgende uttalelse:

"Etter vårt syn gir utkastet en godt gjennomarbeidet og hensiktsmessig implementering av Prospektdirektivet (direktivet) og forordningen. Våre mer prinsipielle merknader er som følger:

1. Redaksjonell utforming

Etter vårt syn kunne lovendringene med hell vært bygget opp slik at man klarere skilte mellom EØS-prospekter (prospekter som etter direktivet skal underlegges prospektplikt) og nasjonale prospekter.

Dette ville hatt en klargjørende og pedagogiske effekt, både for norske og utenlandske aktører. Flere norske aktører vil erfaringsmessig gjennomføre emisjoner som berører flere jurisdiksjoner, og en norsk implementeringslov vil her kunne bidra til en enkel tilgang til det som er felles i de europeiske regimer. Sett fra utenlandske aktørers side er det bl.a. viktig at disse oppfatter det norske regelverket som "EØS-tilpasset". Nettopp for små land som Norge, kan betydningen av dette neppe undervurderes.

En annen systematikk ville tilsi at man for EØS-prospektrakene i større grad la til grunn direktivets egen systematikk hva angår prospektplikt og unntaksbestemmelser, jf direktivets artikler 1 (2), 2 (1) a, 3 (2) og 4. Her går det et skille mellom (1) generelt anvendelsesområde med tilhørende generelle unntak, (2) prospektplikten for tilbud med tilhørende særskilte unntak og (3) prospektplikten med noteringer i regulert marked med tilhørende unntak. Videre er det en rekke andre direktivbestemmelser som vi tror man mer bokstavrett kunne implementert i norsk rett, jf. nedenfor.

En mer direktivtilpasset struktur vil total sett medføre flere norske lovbestemmelser, selv om det ville gi en viss forenkling av utkastets §§ 5-3 og 5-4. Vi mener imidlertid at det vesentligste er å sikre en implementeringslovgivning som på en enkel måte viser hvordan den norske loven

forholder seg til direktivets fullharmoniseringskrav, herunder hvor man finner de særlige nasjonale regler, jf. merknader nedenfor.

Etter vårt syn er det således grunn til redaksjonelt å klarere markere gjennom egne paragrafer og definisjoner hvilke bestemmelser som fastsetter nasjonale prospektkrav og hvilke som implementerer direktivets fullharmoniseringsbestemmelser. Behovet for slik klarhet har bl.a. bakgrunn i at direktivet, slik vi leser det, legger opp til en modell med gjensidig anerkjennelse ("EØS-pass" for prospekter) kun så langt det gjelder prospekter som omfattes av direktivets bestemmelser, samt visse, men ikke alle, andre prospekter. En slik struktur vil også få klarere frem enkelte tolkingsmessige problemstillinger som knytter seg til forslaget, jf. nedenfor.

2. Fullharmonisering innenfor direktivets område – nasjonale bestemmelser utenfor direktivets område – EØS-pass for visse unntatte tilbydere

Gruppens forslag innebærer at det fastsettes særnorske prospektkrav hva angår enkelte tilbud som i utgangspunktet ikke omfattes av direktivet, bl.a. sertifikater og generelt for omsettelige verdipapirer som utstedes for et beløp som samlet er mellom Euro 100.000 og Euro 2.500.000 for aksjer og Euro 50.000.000 for visse lånepapirer, jf. nedenfor.

Innenfor direktivets ramme kan det ikke fastsettes nasjonale særkrav om prospektplikt. Det følger av fortalen (15) at det på visse vilkår kan stilles tilleggskrav til innholdet av prospekter for omsettelige verdipapirer som noteres i et regulert marked, men dette kan ikke hjemle prospektplikt.

Utgangspunktet er at direktivet bl.a. ikke omfatter tilbud som samlet er under Euro 2.500.000. Her er direktivet noe uklart hva angår forholdet mellom fullharmoniseringsområdet og rammen for nasjonale krav, både hva angår retten til å fastsette nasjonale krav i nivået under Euro 2.500.000, og spørsmålet om gjensidig anerkjennelse av eventuelle slike prospekter.

Vi forstår at gruppen baserer sin konklusjon – at det er anledning til å fastsette nasjonale prospektkrav for tilbud som er unntatt fra direktivet, men ikke for tilbud som er fritatt for prospektplikt (herunder emisjoner på under Euro 100.000 til sammen) primært på samtaler med Kommisjonen. På bakgrunn av artiklene 3 (2) e og 1(3) fremstår dette som en rimelig tolking..

Et særlig spørsmål er imidlertid hvilke regler som kan fastsettes for nasjonale prospekter, herunder i hvilken grad det gjelder et system med gjensidig anerkjennelse ("EØS-pass") for nasjonale prospekter. Dette har betydning i forhold til andre jurisdiksjoner der det fastsettes nasjonale krav.

Utgangspunktet er i så måte direktivets artikkel 1 (3), som i forhold til unntak i artikkel 1 (2) for bl.a. emisjoner generelt under Euro 2.500.000 (bokstav h) slår fast at en "issuer, an offeror or a person asking for admission to trading on a regulated market shall be entitled to draw up a prospectus in accordance with this Directive when securities are offered to the public or admitted to trading".

Av fortalen (17) fremgår at meningen er at utstedere som er "exempted" fra prospektplikt skal kunne publisere et prospekt i tråd med direktivet, og dermed "benefit from the single passport". Dette danner bakgrunnen for forslaget i § 5-6, der begrepet "EØS-prospekt" introduseres.

Et første spørsmål er om systemet med gjensidig anerkjennelse vil kunne omfatte prospekter for verdipapirer som faller utenfor direktivets definisjon av "securities", slik som sertifikater, jf artikkel 2 (1). Etter vårt syn synes dette vanskelig å forsvare. All den stund slike verdipapirer er unntatt fra direktivets område, og det skal være anledning til nasjonale krav, kan man neppe ha en anerkjennelsesmodell som rekker ut over direktives bestemmelser om gjensidig anerkjennelse (se artikkel 1 (3) jf fortalens (17)).

Definisjonen i § 5-6 synes ikke omfattende nok sett i forhold til artikkel 1 (3) som også refererer til 1 (2) (j) om visse ikke-aksjerelaterte verdipapirer under Euro 50.000.000 og som utstedes. Vi bemerker i den forbindelse at direktivet inneholder to forskjellige unntak for ikke-aksjerelaterte verdipapirer (bokstav (f) og (j)) der det avgjørende er dekningen under sikringsordninger. Dette er nyanser i de EØS-rettslige krav som blir borte i den modell arbeidsgruppen har foreslått. Velger man en bredere ramme for prospektplikt, der nasjonale og EØS-rettslige krav sammenføres, blir slike nyanseringer ikke nødvendige. Men spørsmålet er om en slik forenkling tilslører mer enn den forenkler.

Direktivet legger som referert opp til at det er utsteder som i de i artikkel 1 (3) skal avgjøre om man vil avlegge prospekt i tråd med direktivets bestemmelser og oppnå EØS-pass. Det synes imidlertid å være god mening i at det samme bør gjelde for prospekter som slike tilbydere pliktig må avlegge etter nasjonal regler, all den stund det skal være en åpning for nasjonale prospektkrav. Konsekvensen av dette er imidlertid at det ikke kan fastsettes nasjonale særkrav til innholdet i slike prospekter med virkning for utstedere/tilbydere som har hjemlandsgodkjennelse fra andre EØS-stater.

Av artikkel 17 følger det at i tilfelle av tilbud eller opptak av verdipapirer til notering, så skal prospektet godkjent i hjemstaten anerkjennes i andre EØS-stater, gitt at vilkårene ellers er oppfylt. Spørsmålet er imidlertid om dette kan forstås slik at det gjelder for tilbud og noteringer som faller utenfor direktivets område, samt for andre unntatte tilbydere enn de som er omfattet av bestemmelsen om "frivillig prospektavleggelse" i artikkel 1 (3).

Her er det etter vårt syn grunn for Finansdepartementet til å foreta en nærmere analyse av direktivet, og til å gjennomføre et klarere skille mellom nasjonale prospekter og EØS-prospekter i lovteksten, ved at de førstnevnte fanges opp av en egen paragraf, der rettsvirkningene med hensyn til innhold og anerkjennelse angis.

3. Er det behov for nasjonale prospektkrav?

Etter vårt syn bør det, slik mindretallet i arbeidsgruppen er talsmann for, også nøye vurderes om det er behov for å introdusere særlige norske prospektkrav for prospekter som ikke omfattes av direktivets bestemmelser og således ikke vil være gjenstand for kontroll av en myndighet (registreringsprospekter, jf § 5-9).

Dette har bl.a. relevans for emisjoner mellom Euro 100.000 og Euro 2.500.000 i unoterte verdipapirer, der det etter dagens norske regler er krav til såkalte "registreringsprospekter".

Slike prospekter er først og fremst aktuelle ved fortrinnsrettsemisjoner i ikke-børsnoterte selskaper med mer enn 50 aksjonærer. Vi er kjent med at det i en del tilfeller er vurdert rettede emisjoner fremfor fortrinnsrettsemisjoner nettopp for å unngå prospektarbeid, som selskapene oppfatter som en unødig byrde med uønskede kostnader. Det er etter vårt syn lite heldig dersom prospektkrav medfører at det i mindre grad skjer fortrinnsrettsemisjoner.

Prinsipielt er det etter vårt syn naturlig at det i størst mulig grad legges opp til at selskapene som benytter seg av kapitalmarkedene og investorene som investerer i selskapene, selv avklarer behovet for eventuell supplerende informasjon i relasjon til kapitalforhøyelser utover den regnskapsinformasjon som vil foreligge. I visse tilfeller vil det være naturlig å utarbeide et informasjonsmemorandum eller prospekt, men i mange tilfeller vil dette neppe være det store praktiske behov for et registreringsprospekt.

At det ikke innføres nasjonale krav vil både forenkle regelverket, og generelt medføre besparelser for selskapene, som slipper utgifter til advokater m.m. ved utarbeidelse av prospekt. Det bør ikke underslås at prospektplikt gjerne bidrar til større oppmerksomhet om informasjonsprosessen i

forhold til investorer i emisjoner, men vi vil stille spørsmålet om omkostningene ved registreringsprospekter oppveies av disse fordelene. En mulig løsning er å la markedet håndtere disse avveininger knyttet til investorenes informasjonsbehov.

I forhold til et eventuelt senere offentlig sertifikatmarked gjør også det hensyn seg gjeldende, at behovet for prospektplikt kan tas opp til vurdering dersom det skulle utvikle seg et norsk marked der informasjonsbehov ikke ivaretas på adekvat måte.

4. Ansvarsbestemmelser

Direktivets artikkel 6 (1) slår fast at det skal knyttes ansvar til prospektet for tilbyder eller dennes ledelse eller styrende organer, samt den som er tilbyder eller søker notering eller garantist. Det følger videre av artikkel 6 (2) at landets lover, regler og administrative regler om "civil liability" gjelder for disse personene med hensyn til innholdet av prospekter, dog slik at sammendraget alene ikke skal utløse ansvar. Se også artikkel 5 (2)(d) om at sammendraget skal angi dette ansvaret.

Etter vårt syn er det naturlig at lovbestemmelsene i større grad reflekterer direktivets bestemmelser, slik at det i det minste refereres til at alminnelige erstatningsrettslige regler kommer til anvendelse.

Det er mulig at direktivets bestemmelser skal forstås slik at det ikke stilles spesielle krav til innholdet av de sivilrettslige ansvarsreglene, herunder at det ikke er et krav om at det gjelder objektivt ansvar. Et spørsmål er imidlertid om ikke de bekreftelser som kreves vil medføre et objektivt tilsikringsansvar. På dette punktet synes det hensiktsmessig å foreta en noe mer omfattende analyse av de ansvarsspørsmål som gjør seg gjeldende for prospekter.

Dette gjelder særskilt siden prospektreglene også gir foranledning til å ta opp i større bredde et spørsmål som har bli gjenstand for stigende interesse i det norske miljøet de senere år, nemlig i hvilken utstrekning utstederselskapene/tilbyderselskapene også er erstatningsansvarlige for feil og mangler i et prospekt. Bakgrunnen er at det ikke sjelden vil være liten verdi i et erstatningskrav mot styrets medlemmer når det tas hensyn til de meget betydelige beløp det kan være snakk om i en emisjon.

Med bakgrunn i den såkalte "Labogas-saken" fra 1996 side 1463 og juridisk teori har det vært antatt at registrering av en emisjon i Foretaksregisteret medfører at selskapet som hovedregel ikke lenger er ansvarssubjekt, se Bergo: Børs- og verdipapirrett (2003) side 210 flg. Konsekvensen er at de investorer som tegner basert på et feilaktig eller misvisende prospekt gjennomgående ikke vil kunne gjøre krav gjeldende mot selskapet som har mottatt beløp på uriktige premisser. I forhold til emisjonen i Statoil i 2001 medførte dette behov for en særlov. Løsningen er kritisert av bl.a. Bergo og professor Dr. juris Kristin Norman Aarum. I andre europeiske land (bl.a. Tyskland) har tilsvarende problemstillinger nylig medført lovendringer.

Etter vårt syn gir den aktuelle lov foranledning til å ta disse spørsmål opp til en bredere sammenheng. Det dreier seg om en selskapsrettslig problemstilling som generelt hører under Justisdepartementet, men hvor eventuelle særlige regler om prospektansvar åpenbart også berører Finansdepartementets ansvarsområde.

I høringsnotatet i forbindelse med etterkontroll av aksjelovene kom et tilsvarende spørsmål opp. Justisdepartementet uttaler der at man ikke ønsker å ta opp endringer vedrørende ansvarsspørsmålene – departementet ønsker ikke at det skal "åpnes generelt for at tegnere etter registreringen kan kreve erstatning for villedende eller mangelfulle opplysninger". Derimot foreslår departementet at det innføres en adgang for allmennaksjeselskaper til å avgi skadesløsholdelseserklæringer overfor profesjonelle tilretteleggere, jf. Statoil-loven.

Vårt syn er at dette representerer en forskjellsbehandling av investorer og tilretteleggere som det ikke uten videre er grunnlag for. Generelt er det imidlertid vårt håp at Finansdepartementet fatter interesse for disse viktige rettsspørsmålene, slik at temaet blir gjenstand for en helhetlig behandling.

5. Utforming av prospekt

Direktivet artikkel 5 nr 1 krever – i tillegg til innholds krav tilsvarende gjeldende verdipapirhandellovs § 5-5 – at prospektinformasjonen "shall be presented in an easily analyzable and comprehensible form". Arbeidsgruppen foreslår at dette punktet vedrørende prospektets form ikke skal inntas i lovutkastets § 5-12, ettersom "et tilsvarende krav om fremstillingsform ... må anses å følge av vphl § 5-5 første ledd".

Gruppen leser altså et krav til form inn i verdipapirhandellovens bestemmelse om prospekters innhold.

En fortolkning som nevnt har gode grunner for seg, og vil kunne støttes på det underliggende direktivkrav, jf. Bechmann, Bergo m.fl., Verdipapirhandelloven kommentarutgave s. 456.

Tatt på ordet, er det imidlertid vanskelig å hevde at verdipapirhandellovens § 5-5 eller utkastet § 5-12 gir hjemmel for å oppstille nærmere krav til prospektenes form, eller å kreve vesentlige omarbeidelser av et prospekt som følge av at det formmessig ikke tilfredsstillter kontrollmyndighetens krav. Dette understrekes særlig også ved bestemmelsen i utkastet § 5-7, hvorefter kontrollmyndighetens oppgave er å "påse at prospektet inneholder de opplysninger som kreves etter lov eller forskrift" (vår understrekning).

Etter vår vurdering er det en uheldig og unødig komplisert løsning å legge opp til at de underliggende direktivbestemmelser må brukes for å klargjøre hvilke hjemler kontrollmyndigheten har etter verdipapirhandelloven.

Spørsmålet er da heller ikke upraktisk. Utviklingen i utenlandske markeder – ikke minst det amerikanske – går i retning av stadig mer omfattende prospektmateriale. Det har den senere tiden etter det vi kjenner til forekommet tilfeller der utenlandske selskaper har søkt å benytte slike prospekter også i det norske markedet, kun supplert med et omslag ("wrap-around") for de supplerende krav i norsk regelverk. Denne og lignende typer løsninger kan medføre prospekter i en form som er langt mer omfattende og tungt tilgjengelig enn det som er vanlig i det norske markedet.

Børsforskriften § 14-3 annet ledd gir for tilfeller som nevnt børsen hjemmel til å oppstille supplerende krav til prospektets form for det enkelte tilfellet. En klar og utvetydig generell hjemmel i verdipapirhandelloven til å kontrollere prospektenes form – som dertil er påkrevet etter direktivet – må etter vår vurdering anses ønskelig fra både aktørenes og kontrollmyndighetens side.

Som en konsekvens bør lovutkastet § 5-7 også omformuleres i samsvar med direktivet, slik at kontrollen ikke begrenses til å sjekke de innholdsmessige krav.

6. Tidspunkt for offentliggjøring av prospekt

Det fremgår av lovutkastet § 5-18 første ledd at prospektet skal offentliggjøres "senest når tilbudsperioden starter eller notering foretas". Direktivet art 14 nr. 1 fastsetter imidlertid at prospektene etter å ha blitt godkjent skal offentliggjøres "as soon as practicable and in any case, at a reasonable time in advance of, and at the latest at the beginning of, the offer to the public or the admission to trading of the securities involved".

Arbeidsgruppen legger til grunn at fristene må endres i samsvar med direktivet, jf. høringsutkastet s. 77, men foreslår uten nærmere begrunnelse ikke å innta direktivets bestemmelse på dette punkt i

verdipapirhandelovens bestemmelse.

Det har i praksis vært noe usikkerhet rundt spørsmålet om hvor lang tid som kan gå fra en rettet kapitalforhøyelse på over 10 % i en børsnotert aksjeklasse er registrert i Foretaksregisteret til aksjene må tas opp til notering, og derved hvor lang tid selskapet har på seg til å utarbeide prospekt i slike tilfeller. Det prinsipp direktivet fastsetter om hvor raskt offentliggjøring må skje etter godkjenning vil etter vår vurdering også være retningsgivende for selskapenes handlingsrom i forbindelse med utarbeidelse av prospekt. Vi kan således vanskelig se hvorfor den avklaring direktivets bestemmelse innebærer ikke er inntatt i lovutkastet.

7 .Enkelte mer tekniske merknader til forslaget

Av mer tekniske merknader vil vi bemerke at definisjonen i § 1-2 bør vise til "andre omsettelige verdipapirer enn.."

Vi bemerker ellers at enkelte av direktivets definisjoner nok bør tas med, bl.a. "securities issued in a continuous or repeated manner" der de nærmere vilkår følger.

Det er neppe korrekt å oversette begrepet "credit institutions" med "finansinstitusjon", jf. særdefinisjonen av kredittinstitusjoner i lov om finansieringsvirksomhet. Det er ikke alle finansinstitusjoner som omfattes av denne definisjonen, motsatt forslaget til "§ 5-3 og 5-4.

Et særlig spørsmål ved beregningen av personkretsen et tilbud rettes mot, er om det er grunnlag for å regne flere kunder representert av samme forvalter som en person, se utredningen side 21. Det forhold at det nå er direktivteksten som introduserer dette kriteriet, gir foranledning til en fornyet fortolkning med bakgrunn i direktivets artikkel 3 (2) (b) jf siste avsnitt. Det er etter vårt syn ikke opplagt hvordan dette skal forstås. Her vil også betegnelsen "financial intermediaries" i direktivets bestemmelse reise visse fortolkningsbehov; det er ikke åpenbart at en aktiv forvalter faller utenfor.

Vi vil også anbefale at man i forhold til dette kriterium oversetter direktivets unntaksbestemmelse korrekt. Unntaket skal i følge direktivets artikkel 3 (2) (b) gjelde for et tilbud "addressed to fewer than 100 natural or legal persons per Member State, other than qualified investors". Lovforslaget i § 5-1 er derimot utformet slik at det kun er dersom et tilbud "rettes til flere enn 100 personer" i det norske verdipapirmarkedet, at prospektplikt foreligger. Her er det altså ikke samsvar. Dersom et tilbud rettes mot akkurat 100 personer, så vil dette generelt gå fri fra prospektplikt etter den norske loven, mens direktivet kun hjemler fritak for tilbud rettet mot 99 eller færre. Dette kan synes som en detalj, men kan i praksis meget vel komme på spissen når spørsmålet er om en investor til kan kontaktes av den som ønsker å "fylle" en emisjon.

Dette viser etter vårt syn farene med en implementeringsteknikk der man fraviker direktivets system og ordlyd. Dette viser seg også på et annet punkt i forhold til dette kriteriet: Slik de norske bestemmelsene er utformet vil man heller ikke prospektfritt kunne invitere 99 ikke-kvalifiserte investorer sammen med et stort eller lite antall kvalifiserte investorer. Dette er en konsekvens av at personkretsen i det norske forslaget ikke er utformet som en unntaksbestemmelse som kan kombineres med andre unntak, men som en del av prospektplikten. Etter direktivet fremgår det klart at det kun er i forhold til ikke-kvalifiserte personer at det går en grense på 99; man kan altså kombinere 99 ikke-kvalifiserte med et ukjent antall kvalifiserte investorer. Etter det norske forslaget § 5-1 utløses prospektplikt dersom tilbudet rettes mot 101 eller flere personer, mens unntaket i § 5-3 (h) kun gjelder tilbud rettet mot "profesjonelle investorer". Vi bemerker også at oversettelsen "profesjonelle investorer" ikke fremstår som den mest naturlige term for "qualified investors". Direktivets begrepsbruk er neppe helt utilsiktet, men passende, siden definisjonene ikke alle nødvendigvis vil gå på profesjonalitet, men også på størrelse.

I forhold til definisjonen av "profesjonelle investorer" i forskriften § 1-1. I forhold til "andre

juridiske enheter” synes det etter direktivet å være et krav at disse oppfyller ett av kravene i annet ledd, jf direktivets artikkel 1 (1) (e) (iii) med referanse til bokstav f), mens fysiske personer (som gruppen korrekt legger til grunn) må fylle minst to kriterier.

Vi har ikke sett det som naturlig å foreta en full gjennomgåelse av implementeringsarbeidet. Generelt er det imidlertid vår oppfatning at fullharmoniseringsdirektiver best implementeres ved at man som et utgangspunkt anvender den struktur direktivene legger opp til og mest mulig ordrett oversetter de begreper direktivet benytter, mest hensiktsmessig fra engelsk. Vi er selvsagt klar over den større frihetsgrad som foreligger i forhold til direktiver sammenlignet med forordninger. En mer friere tilnærming til implementeringsarbeidet kan medføre at språklige og redaksjonelle poenger blir borte, slik det ovenstående til en viss grad illustrerer. Konsekvensen kan bli at et lojalt implementeringsforsøk blir mindre vellykket enn det ellers kunne blitt.

Et eksempel på dette kan være § 5-15 om at det kan tillates at visse informasjonen utelates fra et prospekt. I forhold til forretningshemmeligheter og lignende forhold som kan skade tilbyder om det blir kjent, er kravet etter direktivets artikkel 8 (2) (b) at utelatelsen ”would not be likely to mislead the public with regard to facts and circumstances essential for an informed assessment..”. I den norske teksten er dette definert som ”utelatelsen ikke vil kunne virke villedende på offentligheten med hensyn til forhold som er av vesentlig betydning for vurderingen..”. Her er således sannsynlighetsovervektskravet (”likely”) dempet, og kriteriet for vurdering – den informerte bedømmelse – ikke tatt med. I alle fall det første kan ha praktisk betydning. Se til illustrasjon artikkel 16 og § 5-14, der det norske utkastet gir en korrekt oversettelse av direktivets sannsynlighetskrav ”capable of affecting” oversettes der med ”kan få betydning”.

I visse tilfeller foreligger det mer enn terminologiske forskjeller, som bl.a. det forhold at man tar hensyn til den norske praksis med automatisk notering av nye aksjer i børsnoterte aksjeklasser foranlediger et mer presist norsk begrep ”notering”. Vi vil anbefale at begrepet ”notering” defineres med en gjennomgående definisjon. I § 5-2 defineres dette som ”innbefattet kapitalforhøyelser i selskaper med noterte aksjer”, mens det man sikter til vel er kapitalforhøyelser i de noterte aksjeklasser. I § 5-6 brukes derimot terminologien ”notering” uten denne tilføyelse. Et materielt spørsmål er om man i en rammelov som dette i så stor grad skal forholde seg til gjeldende løsninger i børsforskriften hva angår automatisk optak.

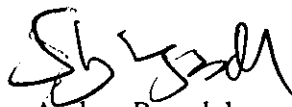
På enkelte punkter er det forskjeller mellom direktivets distinksjoner og lovutkastet, men som ikke er forklart i begrunnelsen. Dette gjelder bl.a. § 5-7 om gjennomføring av kontroll, der direktivets artikkel 13 (3) legger opp til en lengre tidsfrist for godkjennelse dersom tilbyder ikke tidligere har fremsatt offentlige tilbud eller har noen verdipapirer notert på et regulert marked. I den norske teksten er den kortere frist begrenset til å gjelde verdipapirer i samme klasse som de noterte eller der det er utarbeidet prospekt for de samme verdipapirer, hvilket ikke er helt det samme (dette har betydning for eksempel for selskaper med børsnoterte aksjer som utsteder obligasjoner eller warrants). Videre er tidsfristene forskjellige i utkastet og direktivet, uten at det er nærmere forklart hvorfor dette ikke oppfattes som en fullharmoniseringsbestemmelse. Også hva angår utløsningen av tidsfristen og eventuell utvidet frist er det fullt samsvar mellom direktivets regler, der utkast til prospekt starter fristen, men der fristen kan forskyves dersom opplysninger mangler, og der myndigheten i så fall skal (”should”) gi varsel) og lovutkastet der det er ”fullstendig prospekt” som utløser tidsfristen.

Utkastets § 5-18 om offentliggjøring inneholder enkelte ikke nærmere begrunnede forskjeller i forhold til direktivets artikkel 14, bl.a. er ”paying agent” utelatt, siden dette vanskelig kan sies å fanges opp av begrepet ”plassere”. Vi bemerker også at det er det registrerte forretningskontor som er den relevante adresse for tilbyders offentliggjøring, og noterer oss at det for norsk praksis skal være obligatorisk åpning for offentliggjøring hos godkjennelsesmyndigheten.

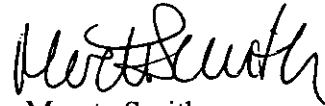
Utkastets § 5-19 om annonser synes vel snaut i forhold til direktivets krav til annonser og informasjonsmessig likebehandling. Arbeidsgruppen viser på side 79 til at de innholdsmessige kravene oppfylles av generelle bestemmelser i markedsføringslov og verdipapirhandellovs krav til god forretningsskikk. Vi har forståelse for at man ønsker å anvende en norsk lovtradisjon der bestemmelsene ikke gis et for omfattende innhold og hvor man ikke implementerer særbestemmelser så langt mer generelle regler er aktuelle. Vi vil imidlertid stille spørsmål ved om dette er den beste tilnærming ved en implementering av fullharmoniseringsdirektiver, herunder om det svekker brukervennligheten av loven mer enn det forenkler.”

Advokatforeningen tiltrer utvalgets uttalelse.

Ærbødigst



Anders Ryssdal
leder



Merete Smith
generalsekretær