



FINANSTILSYNET

THE FINANCIAL SUPERVISORY
AUTHORITY OF NORWAY

Gjennomføring av nytt regelverk på verdipapirområdet (Listing Act)

Høringsnotat om endringer i prospektforordningen,
markedsmisbruksforordningen og verdipapirmarkedsforordningen

19. desember 2024



1	Innledning	6
1.1	Bakgrunnen for endringene oppdraget omfatter	6
1.2	Kort om det norske kapitalmarkedet	7
2	Endringer i prospektforordningen	7
2.1	Om prospekter og forslaget til endringer	7
2.2	Reglene om plikt til å utarbeide EØS-prospekt	8
2.2.1	Gjeldende rett	8
2.2.1.1	Innledning	8
2.2.1.2	Unntak fra plikten til å utarbeide prospekt	9
2.2.1.3	Beløpsgrensen for plikt til å utarbeide EØS-tilbudsprospekt	10
2.2.2	Forventet EØS-rett	10
2.2.2.1	Endringer i unntaksreglene	10
2.2.2.2	Beløpsgrensen for plikt til å utarbeide EØS-tilbudsprospekt	11
2.2.2.3	Særskilt om beløpsgrensen i unntaket for kredittinstitusjoner	12
2.2.3	Finanstilsynets bemerkninger og forslag	12
2.2.3.1	Kort om utvidelsen av unntakene	12
2.2.3.2	Beløpsgrensen for plikt til å utarbeide EØS-tilbudsprospekt	12
2.3	Reglene om nasjonale prospekter	14
2.3.1	Gjeldende rett	14
2.3.2	Forventet EØS-rett	15
2.3.3	Finanstilsynets bemerkninger og forslag	15
2.3.3.1	Utgangspunkt for vurderingen	15
2.3.3.2	Krav til innhold i nasjonale prospekter	16
2.3.3.3	Nedre grense for anvendelse av nasjonale regler	17
2.3.3.4	Ansvar, gyldighet, tillegg og språk for nasjonale prospekter	18
2.3.3.5	Særskilt om publisering og lagring	18
2.4	Innhold, format og språk i EØS-prospekt	19
2.4.1	Gjeldende rett	19
2.4.1.1	Innhold og sammendrag i EØS-prospekt	19
2.4.1.2	Særskilt om informasjon om bærekraft	20
2.4.1.3	Særskilt om språk	20
2.4.2	Forventet EØS-rett	20
2.4.2.1	Endringer i reglene om innhold og sammendrag i EØS-prospekt – økte krav til standardisering	20
2.4.2.2	Særskilt om informasjon om bærekraft	22
2.4.2.3	Særskilt om språk	22
2.4.3	Finanstilsynet bemerkninger og forslag	23
2.5	Endringer i reglene om prospektformer	23

2.5.1	Gjeldende rett	23
2.5.1.1	Universelt registreringsdokument	23
2.5.1.2	EU Follow-on prospekt.....	24
2.5.1.3	EØS-vekstprospekt	24
2.5.2	Forventet EØS-rett	24
2.5.2.1	Endringer i reglene om universelt registreringsdokument.....	24
2.5.2.2	Innføring av nye regler om EU Follow-on prospekt.....	25
2.5.2.3	Endringer i reglene om EØS-vekstprospekt.....	26
2.5.3	Finanstilsynets bemerkninger	26
2.6	Prospektkontroll, offentliggjøring og akseptfrist	27
2.6.1	Gjeldende rett	27
2.6.1.1	Prospektkontroll	27
2.6.1.2	Offentliggjøring og tilbudsperiode	27
2.6.1.3	Akseptfrist og frist til å tilbakekalle tegninger for tilleggsprospekt.....	27
2.6.2	Forventet EØS-rett	27
2.6.2.1	Prospektkontroll	27
2.6.2.2	Offentliggjøring av prospekt	28
2.6.2.3	Akseptfrist og frist til å tilbakekalle tegninger ved tilleggsprospekt	28
2.6.3	Finanstilsynets bemerkninger	28
2.7	Tredjestatsutstedere og samarbeid med andre tilsynsmyndigheter	28
2.7.1	Gjeldende rett	28
2.7.2	Forventet EØS-rett	29
2.7.3	Finanstilsynets bemerkninger	29
2.8	Korte bemerkninger om endringene i reglene om forvaltningstiltak og administrative sanksjoner	30
2.9	Ikrafttredelse og overgangsregler	30
3	Endringer i markedsmisbruksforordningen	31
3.1	Innledning	31
3.1.1	Om markedsmisbruksforordningen	31
3.1.2	Bakgrunn og de viktigste endringene i MAR	31
3.2	Definisjonen av innsideinformasjon	32
3.2.1	Gjeldende rett	32
3.2.2	Forventet EØS-rett	32
3.2.3	Finanstilsynets bemerkninger	33
3.3	Reglene om utsteders løpende informasjonsplikt og utsatt offentliggjøring	33
3.3.1	Gjeldende rett	33
3.3.2	Forventet EØS-rett	33
3.3.2.1	Informasjonsplikt i trinnvise prosesser	33

3.3.2.2	Utsatt offentliggjøring	34
3.3.3	Finanstilsynets bemerkninger	35
3.3.3.1	Informasjonsplikt i trinnvise prosesser	35
3.3.3.2	Utsatt offentliggjøring	35
3.4	Markedssondering	36
3.4.1	Gjeldende rett	36
3.4.2	Forventet EØS-rett	37
3.4.3	Finanstilsynets bemerkninger	37
3.5	Likviditetskontrakter for SMB-utstedere	37
3.5.1	Gjeldende rett	37
3.5.2	Forventet EØS-rett	38
3.5.3	Finanstilsynets bemerkninger	38
3.6	Innsidelister	38
3.6.1	Gjeldende rett	38
3.6.2	Forventet EØS-rett	39
3.6.3	Finanstilsynets bemerkninger	39
3.7	Primærinnsiders meldeplikt	39
3.7.1	Gjeldende rett	39
3.7.2	Forventet EØS-rett	40
3.7.3	Finanstilsynets vurdering	40
3.8	Handler i "lukkede" perioder	40
3.8.1	Gjeldende rett	40
3.8.2	Forventet EØS-rett	41
3.8.3	Finanstilsynets bemerkninger	41
3.9	Tilbakekjøp av egne aksjer	41
3.9.1	Gjeldende rett	41
3.9.2	Forventet EØS-rett	41
3.9.3	Finanstilsynets bemerkninger	42
3.10	Tilsynsmyndighetens kompetanse	42
3.10.1	Gjeldende rett	42
3.10.2	Forventet EØS-rett	42
3.10.3	Finanstilsynets bemerkninger	42
3.11	Samarbeid med andre tilsynsmyndigheter	42
3.11.1	Gjeldende rett	42
3.11.2	Forventet EØS-rett	43
3.11.3	Finanstilsynets bemerkninger	43
3.12	Samarbeidsplattformer	43
3.12.1	Gjeldende rett	43

3.12.2	Forventet EØS-rett	43
3.12.3	Finanstilsynets vurdering	43
3.13	Mekanisme for utveksling av ordrebokinformatjon	44
3.13.1	Gjeldende rett	44
3.13.2	Forventet EØS-rett	44
3.13.3	Finanstilsynets bemerkninger	45
3.14	Sanksjoner og administrative tiltak.....	45
3.14.1	Gjeldende rett	45
3.14.1.1	Administrative tiltak og sanksjoner.....	45
3.14.1.2	Særskilt om overtredelsesgebyr	46
3.14.2	Forventet EØS-rett	47
3.14.2.1	Administrative tiltak og sanksjoner.....	47
3.14.2.2	Særskilt om overtredelsesgebyr	47
3.14.3	Finanstilsynets vurdering.....	48
3.14.3.1	Administrative tiltak og sanksjoner.....	48
3.14.3.2	Overtredelsesgebyrer	49
3.15	Suspensjon av finansielle instrumenter fra handel.....	49
3.15.1	Gjeldende rett	49
3.15.2	Finanstilsynets vurdering.....	50
4	Endringer i forordningen om markedet for finansielle instrumenter (MiFIR).....	51
4.1.1	Gjeldende rett	51
4.1.2	Forventet EØS-rett	51
4.1.3	Finanstilsynets bemerkninger.....	51
5	Administrative og økonomiske konsekvenser.....	52
5.1	Innledende bemerkninger	52
5.2	Endringene i prospektforordningen.....	52
5.2.1	Administrative og økonomiske konsekvenser for utstedere av omsettelige verdipapirer	52
5.2.1.1	Gjeldende kostnadsnivå.....	52
5.2.1.2	Konsekvenser for utstederne	54
5.2.2	Konsekvenser for investorene	55
5.2.3	Konsekvenser for myndighetene	55
5.2.3.1	Konsekvenser for Finanstilsynet	55
5.2.3.2	Konsekvenser for Foretaksregisteret	56
5.3	Endringene i MAR.....	56
6	Forslag til lov og forskriftsendringer	57

1 Innledning

1.1 Bakgrunnen for endringene oppdraget omfatter

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

Den 23. oktober 2024 vedtok EU en regelverkspakke på verdipapiriområdet, omtalt som "Listing Act". Regelverkspakken er EØS-relevant.

Hovedformålet med Listing Act er å gjøre verdipapirmarkedet i EU mer attraktivt og lette tilgangen til kapital for små og mellomstore foretak. Listing Act skal bidra til å lette de administrative byrdene for foretak og legge til rette for markedsbasert finansiering, samtidig som et forsvarlig nivå av investorbeskyttelse og markedsintegritet opprettholdes. Reglene er særlig rettet mot SMB, men mange av reglene er ikke begrenset til slike foretak.

Listing Act innebærer endringer i flere regelverk på verdipapiriområdet:

- Endringer i prospektforordningen,² markedsmisbruksforordningen (MAR),³ verdipapirmarkedsdirektivet (MiFIR)⁴ og verdipapirmarkedsdirektivet (MiFID II).⁵
- Listing Directive (2001/34) oppheves.
- Et nytt direktiv om ulike aksjeklasser, "Multiple Voting Rights Directive" for foretak som søker opptak til handel på SME (COM/2022/761 final).

Fortalen til endringsforordningen til prospektforordningen, markedsmisbruksforordningen og verdipapirmarkedsforskriften (Regulation (EU) 2024/2809, heretter endringsforordningen) avsnittene 1 til 5 gjennomgår rettsutviklingen og de viktigste årsakene til at det er behov for endringer. Ifølge fortalen er et bredt spekter av tiltak nødvendig for å lette små og mellomstore bedrifters adgang til kapitalmarkedet. Regler om offentliggjøring av informasjon og dokumentasjonskrav som har vist seg unødvendig kompliserte og tyngende, fjernes eller endres, både i prospektforordningen og markedsmisbruksforordningen.

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

I dette høringsnotatet fremmes det forslag til nødvendige endringer i prospektforordningen, MAR og MiFIR. Forslag til endringer i MiFID II og endringer som følge av at Listing Directive oppheves, vil i tråd med oppdragsbrevet utarbeides i løpet av våren 2025.

¹ Se [Listing act | Think Tank | European Parliament \(europa.eu\)](#)

² EU 2017/1129

³ EU 596/2014

⁴ EU 600/2014

⁵ EU 2014/65

1.2 Kort om det norske kapitalmarkedet

Det norske næringslivet består i stor grad av små og mellomstore bedrifter, slik SMB er definert i prospektforordningen artikkel 2 bokstav f. Ifølge NHO er 99% av norske foretak SMB med mindre enn 100 ansatte.⁶ Ser vi på kapitalmarkedet og foretakene som har aksjer notert på regulert marked på Oslo Børs, er om lag 75 % av de 225 foretakene "Mid Cap" og "Small Cap" iht. Euronext Oslo sin størrelsesinndeling pr. 31.12.2023. I tillegg er foretakene som er tatt opp til handel på Euronext Growth og foretakene registrert på NOTC listen i all hovedsak små og mellomstore foretak. Disse utgjorde henholdsvis 109 og 40 foretak pr. 31.12. 2023. Antallet små og mellomstore noterte foretak i Norge er trolig relativt høyt sammenlignet med EU-landene.⁷

Det samlede beløpet for egenkapitalemisjoner på de tre handelsplassene Oslo Børs, Euronext Expand og Euronext Growth for de tre årene 2021 – 2023 utgjorde henholdsvis 103, 52 og 24 milliarder kroner. Gjennomsnittlig proveny for egenkapitalemisjoner gjennomført i 2023 og pr 11. november 2024 var henholdsvis 236 og 197 millioner kroner, mens median beløpet var 63 og 55 millioner kroner. En stor andel av egenkapitalemisjoner i det norske markedet blir gjennomført som rettede emisjoner (92 prosent i 2023).⁸ Kapital hentet ved utstedelse av obligasjoner notert på Oslo Børs utgjorde 253, 286 og 323 milliarder kroner for de tre årene 2021 – 2023.

2 Endringer i prospektforordningen

2.1 Om prospekter og forslaget til endringer

Prospektforordningene er gjennomført i norsk rett i verdipapirhandelloven § 7-1. Forordningen fastsetter krav til utarbeiding, godkjenning og spredning av prospekt som skal offentliggjøres når verdipapirer tilbys offentligheten eller tas opp til handel på et regulert marked i EØS.

Med EØS-prospekt menes et prospekt som utarbeides i medhold av prospektforordningen. EØS-prospekt kan være tilbudsprospekt eller noteringsprospekt. Begrepet tilbudsprospekt benyttes om prospekter som utarbeides ved tilbud om kjøp eller tegning av verdipapirer til allmennheten. Begrepet noteringsprospekt brukes om prospekter som utarbeides ved opptak til notering av verdipapirer på regulert marked. Når en utsteder retter et tilbud om kjøp eller tegning av omsettelige verdipapirer til allmennheten, og de verdipapirer som omfattes av tilbudet også skal tas opp til notering på regulert marked, vil utsteder være forpliktet til å utarbeide både tilbudsprospekt og noteringsprospekt. Dette vil normalt gjøres som et kombinert dokument der EØS-prospektet dekker både kravene til et tilbudsprospekt og til et noteringsprospekt.

Tilbudsprospekt og noteringsprospekt er underlagt ulike regler etter prospektforordningen for bl.a. innholds krav og unntak fra prospektplikt. Beløpsgrensen for krav om EØS-prospekt gjelder kun for tilbudsprospekt, ikke noteringsprospekt.

⁶ <https://www.nho.no/tema/sma-og-mellomstore-bedrifter/tall-og-fakta-om-smb/>

⁷ NOU 2023:15, kapittel 7.3.1

⁸ <https://www.finanstilsynet.no/49a480/contentassets/bfeb10a28e7b40ef9185b0068c3f1935/arsrapport-2023.pdf>

Kravet til EØS-prospekt etter prospektforordningen gjelder verdipapirer, som er definert i forordningen som omsettelige verdipapirer med unntak av pengemarkedsinstrumenter med kortere løpetid enn 12 måneder. Enkelte bestemmelser i prospektforordningen gir ulike regler for henholdsvis aksjerelaterte verdipapirer og ikke-aksjerelaterte verdipapirer. Med aksjerelaterte verdipapirer, slik dette begrepet benyttes i prospektforordningen, menes aksjer og andre omsettelige verdipapirer som kan likestilles med aksjer, samt andre typer omsettelige verdipapirer som gir rett til å erverve slike verdipapirer gjennom utøvelse eller konvertering. Sistnevnte verdipapirer omfattes såfremt de er utstedt av samme utsteder som det underliggende verdipapiret eller selskap i samme konsern. Ikke-aksjerelaterte verdipapirer er alle andre typer omsettelige verdipapirer, for eksempel obligasjoner. Begrepene samsvarer med definisjonen av «equity securities» og «non-equity securities» i prospektforordningen artikkel 2 bokstav b.

Et nasjonalt prospekt er et tilbudsprospekt som utarbeides etter nasjonale regler, det vil si utenfor virkeområdet for prospektforordningen. Det er gitt regler om nasjonale prospekter i verdipapirhandelloven kapittel 7 II.

EØS-prospekter kan i motsetningen til nasjonale prospekter benyttes grensekryssende innenfor EØS-området uten egen godkjenning i det enkelte land.

Endringsforordningen gjør omfattende endringer i prospektforordningen, herunder endres beløpsgrensen for krav om EØS-tilbudsprospekt, unntaksreglene fra krav om prospektplikt endres både for noteringsprospekt og tilbudsprospekt, det innføres nye typer prospekt og kravene til innholdet i prospektene forenkles og standardiseres. Sammen draget standardiseres ytterligere. Reglene gis i forordnings form og er som utgangspunkt fullharmoniserte. *Det er likevel anledning til å treffe nasjonale valg på viktige områder.* Særlig er det viktig å merke seg at beløpsgrensen for plikt til å utarbeide EØS-tilbudsprospekt på nærmere angitte vilkår fortsatt kan fastsettes nasjonalt. Nasjonale myndigheter kan også fortsatt, innenfor snevre rammer, gi nasjonale regler for tilbud som faller utenfor den fastsatte beløpsgrensen. Det er videre et nasjonalt valg knyttet til krav til språk i prospekt.

Nedenfor foretar Finanstilsynet en gjennomgang av endringene i prospektforordningen, og fremmer forslag til endringer i verdipapirhandelloven og verdipapirforskriften. I kapittel 2 behandles endringene i prospektforordningen. I kapittel 3 behandles endringene i markedsmisbruksforordningen. I kapittel 4 omtales endringene i MiFIR. Kapittel 5 omhandler administrative og økonomiske konsekvenser. Regler som ikke endres, omtales bare i den grad det er nødvendig for fremstillingen. Endringer av rent språklig karakter omtales som utgangspunkt ikke. For regler som ikke endres, og for nærmere omtale av eksisterende regler som endres, vises det til omtale i Prop. 96 LS (2018-2019) og NOU 2018:10.

2.2 Reglene om plikt til å utarbeide EØS-prospekt

2.2.1 Gjeldende rett

2.2.1.1 Innledning

Prospektforordningen artikkel 3 jf. artikkel 1 angir virkeområdet for prospektforordningen. Etter artikkel 1 nr. 1 inntreer plikten til å utarbeide prospekt når verdipapirer tilbys offentligheten eller tas opp til handel på et regulert marked. Artikkel 3 nr. 1 og 2 fastsetter plikt til å utarbeide tilbudsprospekt, men med mulighet for nasjonale myndigheter til å unnta tilbud under en beløpsgrense på 8 millioner euro. Artikkel 3 nr. 3 fastsetter plikt til å utarbeide

noteringsprospekt. Artikkelen 1 angir unntak fra prospektplikten. Artikkel 1 nr. 2 gir unntak fra plikt til å utarbeide prospekt for nærmere angitte verdipapirer (endres ikke), mens bestemmelsens nr. 3 fastsetter nedre beløpsgrense for plikt til å utarbeide EØS-tilbudsprospekt på en million euro. Artikkel 1 nr. 4 og 5 gir en rekke unntak fra plikten til å utarbeide henholdsvis EØS-tilbudsprospekt og EØS-noteringsprospekt.

Prospektforordningen artikkel 4 fastsetter at EØS-prospekt skal kunne utarbeides på frivillig basis der et tilbud faller under beløpsgrensen for plikt til å utarbeide EØS-prospekt (både etter forordningen og nasjonal gjennomføring), eller der nærmere angitte unntak fra krav om EØS-prospekt ved tilbud eller opptak til notering kommer til anvendelse. EØS-prospekt som er utarbeidet på frivillig basis skal godkjennes av prospektmyndigheten og er gjenstand for alle rettigheter og plikter etter prospektforordningen.

2.2.1.2 Unntak fra plikten til å utarbeide prospekt

Prospektforordningen artikkel 1 nr. 4 gir unntak fra plikten til å utarbeide EØS-prospekt ved tilbud om kjøp eller tegning av omsettelige verdipapirer. Blant annet gjelder det unntak fra krav om EØS-prospekt ved tilbud som rettes kun til profesjonelle investorer, tilbud som rettes til færre enn 150 personer, tilbud som gjelder verdipapirer som legges ut i enkeltstørrelser med pålydende verdi eller krav om vederlag på minst 100 000 euro, tilbud som omfattes av folkefinansieringsforordningen på visse vilkår, samt tilbud som rettes til nåværende eller tidligere ansatte eller styremedlemmer på visse vilkår. Det gjelder også unntak fra krav om EØS-prospekt der tilbudet fremsettes i forbindelse med fusjon, fisjon eller annen deling av selskapet, samt der tilbudet gjelder verdipapirer som tilbys som vederlag ved oppkjøp. I disse tilfellene er unntaket betinget av at det foreligger et dokument som prospektmyndigheten anser at gir tilsvarende opplysninger som i EØS-prospekt. De nærmere kravene til innhold i dokumentet er fastsatt i kommisjonsforordning.

Prospektforordningen artikkel 1 nr. 5 gir unntak fra plikten til å utarbeide prospekt ved opptak til notering. Flere av unntakene svarer til unntakene som gjelder for krav om EØS-prospekt ved tilbud om kjøp eller tegning av omsettelige verdipapirer. Dette gjelder blant annet unntakene for verdipapirer som noteres etter utstedelse som vederlag ved oppkjøp, tilbud til nåværende eller tidligere ansatte eller styremedlemmer i utstederselskapet, samt verdipapirer som er utstedt som vederlag i fusjon, fisjon eller annen deling av selskapet.

Det gjelder viktige unntak for kapitalforhøyelser. Etter prospektforordningen artikkel 1 nr. 5 bokstav a gjelder det unntak fra prospektplikt ved opptak til notering av verdipapirer som er fungible med allerede noterte verdipapirer på samme regulerte marked, forutsatt at slike verdipapirer utgjør mindre enn 20 prosent av de verdipapirene som allerede er tatt opp til notering. Grensen på 20 prosent beregnes aggregert over en periode på 12 måneder.

Etter prospektforordningen artikkel 1 nr. 5 bokstav b gjelder det unntak for aksjer som utstedes som følge av konvertering eller bytte av andre omsettelige verdipapirer, eller fra utøvelsen av rettigheter omfattet av andre omsettelige verdipapirer, der det antallet aksjer som utstedes over en periode på 12 måneder utgjør mindre enn 20 prosent av det totale antall aksjer i samme klasse som allerede er tatt opp til notering på samme regulerte marked.

Unntakene i prospektforordningen artikkel 1 nr. 5 bokstavene a og b kan kombineres, men bare så fremt det samlede antall omsettelige verdipapirer som tas opp til notering ikke utgjør over 20 prosent av antall verdipapirer som er notert i samme klasse.

Videre gjelder det unntak fra plikten til å utarbeide EØS-prospekt ved opptak til notering på regulert marked av verdipapirer som tilbys i forbindelse med et overtakelsestilbud og verdipapirer som utstedes i forbindelse med en fusjon eller fisjon, forutsatt at det publiseres et dokument som inneholder informasjon vedrørende transaksjonen og betydningen for utsteder. På samme måte som for tilbudsprospekt, er de nærmere kravene til innhold fastsatt i kommisjonsforordning.

Artikkel 1 nr. 5 bokstav j fastsetter unntak fra plikt til å utarbeide noteringsprospekt der aksjer i samme klasse har vært notert på et annet regulert marked i 18 måneder, og de løpende forpliktelsene på dette markedet til enhver tid har vært oppfylt. Den som benytter unntaket må gjøre et dokument som tilfredsstiller kravene til sammendrag i forordningens artikkel 7 tilgjengelig i samsvar med artikkel 21 nr. 2, i det markedet hvor det søkes notering.

Unntakene knyttet til omstrukturering og overtakelse i prospektforordningen artikkel 1 nr. 4 f og g og artikkel 1 nr. 5 bokstav e og f er snevret inn i artikkel 1. nr. 6a og 6b. Dette er omtalt i Prop. 36 LS (2022–2023) kapittel 2.2.8.

2.2.1.3 Beløpsgrensen for plikt til å utarbeide EØS-tilbudsprospekt

Verdipapirhandelloven § 7-3 fastsetter at et offentlig tilbud om tegning eller kjøp av verdipapirer er unntatt fra kravet om å utarbeide EØS-prospekt etter artikkel 3 nr. 1 i prospektforordningen dersom det samlede vederlaget for hvert slikt tilbud i EØS er mindre enn 8 millioner euro beregnet over en periode på tolv måneder. Grensen er fastsatt i tråd med den øvre rammen i prospektforordningen. For tilbud over den fastsatte beløpsgrensen gjelder prospektforordningens regler om tilbudsprospekt.

Ved tilbud om tegning eller kjøp av verdipapirer med et samlet vederlag på mellom 1 million euro og 8 millioner euro beregnet over en periode på 12 måneder, skal det etter verdipapirhandelloven § 7-5 utarbeides et nasjonalt prospekt etter reglene i verdipapirhandelloven kapittel 7 II, og verdipapirforskriften § 7-3. Disse er nærmere omtalt i kapittel 2.3.

For tilbud under EUR 1 million er det heller ikke krav om nasjonalt prospekt.

For kredittinstitusjoner er det særlige regler om unntak fra plikten til å utarbeide EØS-prospekt for ikke-aksjerelaterte instrumenter, herunder særlige regler om beløpsgrense. Beløpsgrensen er i utgangspunktet satt til 75 millioner euro, men er midlertidig hevet til 150 millioner euro i kjølvannet av covid 19 pandemien. I motsetning til beløpsgrensen for tilbudsprospekt, gjelder beløpsgrensen her både for tilbudsprospekt og noteringsprospekt, se artikkel 1 nr. 4 bokstavene j og l og nr. 5 bokstavene i og k.

2.2.2 Forventet EØS-rett

2.2.2.1 Endringer i unntaksreglene

Det gjøres store utvidelser av unntakene fra prospektplikt, både for EØS-tilbudsprospekt og for noteringsprospekt.

Unntaket i artikkel 1 nr. 5 bokstav a fra plikten til å utarbeide noteringsprospekt ved notering av verdipapirer som er fungible med allerede noterte verdipapirer på samme regulerte marked, utvides. For det første økes grensen for anvendelse av unntaket fra 20 prosent til 30 prosent av verdipapirene som allerede er notert beregnet aggregert over en periode på 12 måneder.

For det annet utvides unntaketets anvendelsesområde til også å gjelde tilbudsprospekter for verdipapirer som er notert på regulert marked eller tatt opp til handel på et SMB vekstmarked, se ny artikkel 1 nr. 4 bokstav da. For å ivareta hensynet til investorbeskyttelse, stilles det krav om at utstederen ikke er gjenstand for insolvensbehandling eller

restrukturering, og at det utarbeides et kort informasjonsdokument som både skal oversendes tilsynsmyndigheten og publiseres i forkant av tilbudet/noteringen. Dokumentet skal ikke overstige 11 sider, se nye artikkel 1 nr. 4 bokstav da punkt (iii) og nr. 5 bokstav ba punkt (iii). Dokumentet skal ikke godkjennes av tilsynsmyndigheten.

Det gis videre nye unntak fra plikten til å utarbeide prospekt for foretak som har hatt verdipapirer notert på et regulert marked eller tatt opp til handel på et SMB vekstmarked i 18 sammenhengende måneder. Unntaket er nærmere omtalt i fortalen til endringsforordningen avsnitt 13:

"Companies whose securities are admitted to trading on a regulated market or on an SME growth market are to comply with the periodic and ongoing disclosure requirements that are laid down in Regulation (EU) No 596/2014, Directive 2004/109/EC and, for issuers on SME growth markets, in Commission Delegated Regulation (EU) 2017/56512. Where those companies issue securities fungible with securities already admitted to trading on these types of trading venues, they should be exempted from the obligation to publish a prospectus, as much of the required content of a prospectus will already be publicly available and investors will be able to trade on the basis of that information."

For tilbudsprospekt gir artikkel 1 nr. 4 ny bokstav db unntak for verdipapirer som er fungible med verdipapirer som har vært tatt opp til notering på et regulert marked eller tatt opp til handel på et SMB vekstmarked i 18 sammenhengende måneder forut for tilbudet. Tilsvarende unntak fra plikten til å utarbeide noteringsprospekt for verdipapirer som er fungible med verdipapirer som er notert på et regulert marked, gis i artikkel 1 nr. 5 ny bokstav ba.

Det stilles også her enkelte krav som skal ivareta investorbeskyttelsen, for at unntaket skal kunne anvendes. Verdipapirene må ikke være utstedt i forbindelse med en overtakelse. Det stilles videre krav om at utstederen ikke er gjenstand for insolvensbehandling eller restrukturering og det stilles krav om at det utarbeides et kort informasjonsdokument som både skal oversendes tilsynsmyndigheten og publiseres i forkant av tilbudet/noteringen. Dokumentet skal ikke overstige 11 sider. Dokumentet skal sendes til tilsynsmyndigheten, men skal ikke godkjennes, se artikkel 1 nr. 4 ny bokstav db punkt (iii) og artikkel 1 nr. 5 ny bokstav ba punkt (iii).

Bokstav j i artikkel 1 nr. 5 oppheves, idet den blir overflødig sammen med det nye unntaket i artikkel 1 nr. 5 bokstav ba.

Anvendelsesområdet for prospektforordningen artikkel 4 utvides, slik at utsteder kan utarbeide EØS-prospekt på frivillig basis i alle tilfeller der unntakene fra krav om EØS-prospekt ved tilbud eller opptak til notering kommer til anvendelse.

2.2.2.2 Beløpsgrensen for plikt til å utarbeide EØS-tilbudsprospekt

Artikkel 1 nr. 3, som fastsetter at plikten til å utarbeide EØS-tilbudsprospekt ikke gjelder for tilbud under en million euro, oppheves. Samtidig heves den nedre beløpsgrensen for plikt til å utarbeide EØS-prospekt ved offentlige tilbud fra 8 millioner euro til 12 millioner euro per utsteder over en aggregert 12 måneders periode, se ny artikkel 3 nr. 2. Det gis en ny bestemmelse om hvordan den aggregerte tolv månedersperioden for hver enkelt utstedelse skal beregnes, se ny artikkel 3 nr. 2c.

Nasjonale myndigheter kan fastsette grensen til 5 millioner euro og skal i så fall melde fra om dette til ESMA, se nye artikkel 3 nr. 2a og 2b. Adgangen nasjonalstatene hadde til fritt å fastsette grensen innenfor et intervall, bortfaller.

Ifølge fortalen til endringsforordningen avsnitt 7 har medlemsstatene benyttet adgangen til å sette nasjonale beløpsgrenser mellom 1 og 8 millioner kroner. Dette har ført til økt kompleksitet i regelverket på tvers av landegrensene og uklarhet både for utstedere og

investorer. Bakgrunnen for endringene og begrunnelsen for at det opprettholdes et visst nasjonalt valg, er nærmere omtalt i forordningens fortale avsnitt 8:

«In order to reduce market fragmentation while also having regard to the different sizes of national capital markets within the Union, the existing system that allows Member States to set various exemption thresholds between EUR 1 000 000 and EUR 8 000 000 should be replaced by a dual-threshold system. A threshold with a total aggregated consideration in the Union of EUR 12 000 000 per issuer or offeror, calculated over a period of 12 months, should be the principal threshold, while Member States should be able to decide to apply a threshold of EUR 5 000 000. Below the threshold of either EUR 12 000 000 or EUR 5 000 000, offers of securities to the public should be exempted from the obligation to publish a prospectus, provided that those offers do not require passporting...»

For tilbud som skal meldes grensekryssende etter prospektforordningen artikkel 25 må det fortsatt utarbeides EØS-prospekt, se ny artikkel 3 nr. 2 bokstav a. Foretak har fortsatt anledning til å utarbeide EØS-prospekt på frivillig grunnlag (både tilbudsprospekt og noteringsprospekt), se ny artikkel 4 nr. 1.

Adgangen til å gi nasjonale regler for tilbud under den fastsatte beløpsgrensen snevres inn. Det vil fortsatt være anledning til å ha nasjonale regler for tilbud under den valgte terskelen, men innholdskravene som stilles kan ikke være mer omfattende enn det som kreves for sammendraget i et EØS-prospekt, se omtale i kapittel 2.3.

2.2.2.3 Særskilt om beløpsgrensen i unntaket for kredittinstitusjoner

Den midlertidige regelen som hevet terskelen for plikt til å utarbeide EØS-tilbudsprospekt og noteringsprospekt for ikke-aksjerelaterte verdipapirer som utstedes fortløpende eller gjentatte ganger av en kredittinstitusjon fra 75 millioner euro til 150 millioner euro per kredittinstitusjon, blir nå den permanente regelen, se endret artikkel 1 nr. 4 bokstav j og nr. 5 bokstav i. Det gis nye regler om beregning av det totale aggregerte tilbudet over en tolv månedersperiode i artikkel 1 nr. 4 nytt annet ledd og artikkel 1 nr. 5 nytt tredje ledd.

2.2.3 Finanstilsynets bemerkninger og forslag

2.2.3.1 Kort om utvidelsen av unntakene

Finanstilsynet foreslår at endringsforordningen inkorporeres i verdipapirhandelloven § 7-1 første ledd. Unntaksreglene er fullharmoniserte og vil gjelde som norsk rett når endringsforordningen er inkorporert i verdipapirhandelloven. Finanstilsynet bemerker at utvidelsen av unntakene er betydelig. Utvidelsene vil medføre at mange kapitalinnhentinger som etter gjeldende regelverk ville utløst plikt til å utarbeide prospekt, nå blir omfattet av unntak fra krav om prospekt.

Det vil imidlertid fortsatt være prospektplikt blant annet ved notering av nye finansielle instrumenter på regulert marked og for enkelte av unntakene er det visse vilkår som må oppfylles.

2.2.3.2 Beløpsgrensen for plikt til å utarbeide EØS-tilbudsprospekt

Etter ny artikkel 3 nr. 2 vil hovedregelen være at plikt til å utarbeide EØS-tilbudsprospekt inntre for tilbud over EUR 12 millioner, men med adgang for nasjonale myndigheter til å fastsette grensen til EUR 5 millioner.

Finanstilsynet har vurdert om det er grunnlag for å avvike fra hovedregelen ("the principal threshold") på 12 millioner euro og fastsette beløpsgrensen til 5 millioner euro. Finanstilsynet bemerker innledningsvis at spørsmålet om beløpsgrensen for plikt til å utarbeide EØS-prospekt ved tilbud om kjøp eller tegning av omsettelige verdipapirer, har nær sammenheng

med spørsmålet om og i hvilket omfang det gis nasjonale regler om informasjonskrav for tilbud som faller under den fastsatte grensen for EØS-prospekt. En heving av beløpsgrensen for plikt til å utarbeide EØS-prospekt, samtidig som kravene til informasjon for tilbud som faller under den fastsatte grensen reduseres, vil kunne innebære at investorbeskyttelsen svekkes. Finanstilsynet foreslår å erstatte informasjonskravene som er fastsatt i reglene om nasjonale prospekter, med et krav om å gi informasjonen som kreves etter reglene om sammendraget i EØS-prospekter. Finanstilsynet bemerker at endringen medfører at det fortsatt vil gis nøkkelinformasjon om tilbudet som fremsettes som setter investor i stand til å gjøre en vurdering av tilbudet, og eventuelt gi grunnlag for å foreta ytterligere undersøkelser før investeringsbeslutning fattes. Finanstilsynet mener at investorbeskyttelsen ivaretas ved forslaget. Det vises til omtale i kapittel 2.3.

Å senke *beløpsgrensen* for plikt til å utarbeide EØS-prospekt ved tilbud om kjøp eller tegning av omsettelige verdipapirer til 5 millioner million euro, vil kunne gi økt investorbeskyttelse fordi flere tilbud enn i dag blir gjort til gjenstand for de mer omfattende informasjonskravene som følger av reglene for EØS-prospekt.

Finansiering i kapitalmarkedet er imidlertid kostbart, og en ikke ubetydelig del av kostnadene som oppstår i forbindelse med en kapitalinnhenting relaterer seg til utarbeidelse av EØS-prospekt. Kostnadene vil normalt ikke påvirkes av størrelsen på kapitalen som innhentes, fordi innholdskravene i EØS-prospekt ikke påvirkes av størrelsen på kapitalinnhenting. Kostnadene for utarbeidelse av EØS-prospekt ved en mindre kapitalinnhenting vil dermed relativt sett utgjøre en større prosentvis andel av kapitaltilførselen enn ved gjennomføring av en større kapitalinnhenting. Dette ble også fremhevet av Finansdepartementet da beløpsgrensen ble fastsatt til den høyeste satsen på 8 millioner euro da prospektforordningen ble gjennomført i norsk rett, se Prop. 96 LS (2018-2019) kapittel 4.2.6.2.

Som omtalt i NOU 2018:10 kapittel 2.2.2 kan kostnadene ved utarbeidning av EØS-prospekt være betydelige.⁹ I tillegg vil utarbeidelse av EØS-prospekt være ressurs- og tidkrevende for selskapene. Det kan dermed være utfordrende for selskapene å hente inn nødvendig kapital raskt, noe som ofte innebærer at selskaper enten velger å strukturere tilbudet i samsvar med relevante unntaksbestemmelser fra krav om EØS-prospekt, eller velger å hente et lavere beløp, eller finne alternative finansieringskilder som ikke krever EØS-prospekt.

Selv om prospektforordningen gjennomgår en rekke forenklinger som har til formål å lette dokumentasjonsbyrden for små og mellomstore utstedere eller tilbydere, herunder nye regler om EØS-vekstprospekt, vil det fortsatt være både krevende og kostbart å utarbeide et EØS-prospekt. En senkning av beløpsgrensen for plikt til å utarbeide EØS-prospekt ved tilbud om kjøp eller tegning av omsettelige verdipapirer, vil dermed kunne innebære en betydelig merkostnad for selskapene. Av prospektforordningens fortale avsnitt 1 fremgår det at formålet med kapitalmarkedsunionen, som prospektforordningen er del av, er å hjelpe virksomheter med å nyttiggjøre seg mer diversifiserte kapitalkilder i EØS-området. En senkning av beløpsgrensen vil ha motsatt effekt.

Muligheten til å fastsette en grense på 5 millioner euro istedenfor 12, er i ny artikkel 3 nr. 2a og er utformet som et unntak som er gitt for å ta høyde for behovene i både de minste og de største kapitalmarkedene i EØS-området. Det norske markedet ligger størrelsesmessig «midt i sjiktet» i europeisk sammenheng. Å senke beløpsgrensen fra 8 til 5 millioner euro i tråd med unntaksregelen i ny artikkel 3 nr. 2a fremfor å velge ny hovedregel med en grense på 12 millioner euro, bør dermed begrunnes i særlige hensyn. Finanstilsynet kan ikke se at

⁹ I NOU 2018: 10 ble det opplyst at kostnadene i sum varierer ved utarbeidelse av EØS-prospekt fra 100 000 kroner for de enkleste transaksjonene, til rundt 1 million kroner eller mer for internasjonale transaksjoner, med en hovedtyngde på rundt 300 000 kroner til 600 000 kroner for de aller fleste EØS-prospektene, men at kostnadene også kunne være betydelig høyere. Finanstilsynet har ikke oppdaterte tall for kostnadene, men antar at de er betydelig høyere.

det foreligger særlige hensyn som kan begrunne at plikten til å utarbeide EØS-prospekt skal utvides i forhold til det som gjelder i dag.

Finanstilsynet mener at hensynet til et effektivt kapitalmarked tilsier at vi bør benytte det fulle handlingsrom etter prospektforordningen. Det norske kapitalmarkedet er kjennetegnet ved at det gjennomføres relativt mange kapitalinnhentinger. Flere av disse vil kunne gjøres uten EØS-prospekt hvis grensen settes til hovedregelen på 12 millioner euro, som vil innebære en heving av beløpsgrensen i forhold til dagens regler. Dette vil medføre lavere kostnader for utstederne og en raskere tilgang til kapital. Det siste momentet er viktig i situasjoner der utsteder ønsker å benytte seg av et vindu i markedet hvor prisingen av verdipapirene og tilgangen på kapital er god. Videre er et relativt lite finansmarked avhengig av å ha konkurransekraft mot andre større kapitalmarkeder for å tiltrekke seg selskaper, investorer og kapital. En lavere beløpsgrense enn i resten av EØS vil kunne svekke det norske markedets konkurransekraft. Samtidig vises det til at investorbeskyttelsen ivaretas ved at reglene om nasjonale prospekter opprettholdes i endret form.

For ordens skyld bemerkes det at reglene om beløpsgrense ikke trer i kraft før juni 2026. EØS-landene har, så langt Finanstilsynet har bragt i erfaring, ikke endelig avklart om de vil benytte unntaksregelen eller ikke.

I tråd med ovenstående foreslår Finanstilsynet at verdipapirhandelloven § 7-2 endres slik at tilbud med samlet vederlag under 12 millioner euro over en 12 måneders periode jf. prospektforordningen artikkel 3 nr. 2, unntas fra plikten til å utarbeide EØS-prospekt.

2.3 Reglene om nasjonale prospekter

2.3.1 Gjeldende rett

Verdipapirhandelloven § 7-5 fasetter plikt til å utarbeide nasjonale prospekter etter reglene i verdipapirhandelloven kapittel 7 II ved tilbud om tegning eller kjøp av verdipapirer med et samlet vederlag på mellom 1 million euro og 8 millioner euro beregnet over en periode på 12 måneder. Prospektplikten gjelder for de samme verdipapirene og med de samme unntak som for EØS-tilbudsprospekt.

§ 7-7 gir regler om innhold i og ansvar for nasjonale prospekter. Bestemmelsens første ledd fastsetter at nasjonale prospekter skal inneholde opplysninger som er nødvendige for at investorene skal kunne foreta en velfundert vurdering av utstederens og eventuelle garantisters økonomiske stilling og utsikter, og av rettigheter knyttet til de tilbudte verdipapirene. I vurderingen av hva som er nødvendige opplysninger, skal det blant annet ses hen til særlige forhold hos tilbyderer og arten av de verdipapirene som tilbys. Opplysningene skal fremstilles i en kortfattet, lett forståelig og analyserbar form. Det er gitt nærmere regler om innholdet i nasjonale prospekter i verdipapirforskriften § 7-3.

§ 7-7 annet ledd fastsetter at prospektet skal inneholde informasjon om navn og stilling på personer som er ansvarlige for prospektet. Det fastsettes videre at § 7-4 gjelder tilsvarende.

§ 7-7 tredje ledd fastsetter at nasjonale prospekter skal inneholde en ansvarserklæring undertegnet av de ansvarlige for prospektet om at opplysningene, så langt de kjenner til, er i samsvar med de faktiske forhold, og at det ikke er utelatt opplysninger som er av en slik art at de kan endre prospektets meningsinnhold, samt at de har truffet alle rimelige tiltak for å sikre dette.

Et prospekt som er utarbeidet etter nasjonale regler, kan ikke benyttes som noteringsprospekt. Ved opptak til notering av omsettelige verdipapirer på regulert marked, er det krav om EØS-prospekt. Nasjonale prospekter kan heller ikke benyttes grensekryssende.

Prospekt utarbeidet etter nasjonale regler, skal etter verdipapirhandelloven § 7-8 oversendes Foretaksregisteret for registrering før offentliggjøring.

§§ 7-9 til 7-11 gir regler om gyldighet og offentliggjøring av nasjonale prospekter, tillegg til nasjonale prospekter og tilbakekall av aksept gitt i tilknytning til nasjonale prospekter.

2.3.2 Forventet EØS-rett

Som omtalt i 2.2.2.2, oppheves artikkel 1 nr. 3. Opphevelsen innebærer at den nedre grensen for prospektforordningens anvendelse på 1 million euro fjernes. Endringen er begrunnet med at ulike grenser for plikt til å utarbeide prospekt i EØS har ført til uklarhet både for utstedere og investorer, se fortalen til endringsforordningen avsnitt 7.

Samtidig begrenses nasjonalstatenes adgang til å gi regler som pålegger informasjonsplikter for tilbud under den fastsatte beløpsgrensen for plikt til å utarbeide EØS-tilbudsprospekt i ny artikkel 3 nr. 2d. Mens det etter dagens regler kan fastsettes nasjonale regler såfremt informasjonspliktene som pålegges ikke utgjør en *uforholdsmessig eller unødvendig byrde*, fastsetter den nye regelen i artikkel 2d følgende:

«...Member State may require the issuer to file and make available to the public in accordance with the arrangements set out in Article 21(2) a document containing the information set out in Article 7(3) to (10) and (12), or a document containing the information requirements at national level, provided that the extent and level of such information is equivalent to or lower than the information set out in Article 7(4) to (10) and (12).»

Medlemsstatene kan dermed fastsette at utsteder skal offentliggjøre et dokument som inneholder informasjonen som skal gis i henhold til reglene om sammendraget i et EØS-prospekt. Alternativ kan det fastsettes nasjonale regler, forutsatt at kravene til informasjon er *mindre omfattende enn kravene som stilles til sammendraget*. Det stilles videre krav til måten informasjonen skal offentliggjøres på. I fortalen til endringsforordningen avsnitt 8 omtales endringen slik:

«...In the case of such an exemption, however, Member States should be allowed but not be obliged to require the issuer to publish either a document containing the information referred to in Article 7 of Regulation (EU) 2017/1129, or, a document containing the information requirements at national level, provided that the extent and level of such information is equivalent or lower than the information set out in Article 7 of Regulation (EU) 2017/1129. Nothing in this Regulation should prevent those Member States from introducing rules at national level which allow the operators of multilateral trading facilities (MTFs) to determine the content of the admission document which an issuer is required to produce upon initial admission to trading of its securities or the modalities of its review.»

Begrensningen gjelder kun ved offentlige tilbud og ikke ved opptak til handel. Euronext Growth og andre multilaterale handelsfasiliteter vil dermed fortsatt kunne fastsette innholdskravene for opptaksdokumenter på egne markedsplasser.

2.3.3 Finanstilsynets bemerkninger og forslag

2.3.3.1 Utgangspunkt for vurderingen

Finanstilsynet bemerker at reglene om nasjonale tilbudsprospekter må vurderes i lys av de nye reglene i prospektforordningen artikkel 3 ny bokstav 2d. De nye regler medfører vesentlige endringer.

Slik Finanstilsynet ser det, er det både nødvendig og naturlig å foreta en fullstendig vurdering av reglene om nasjonale tilbudsprospekter i lys av endringene.

Finanstilsynet bemerker videre at også den nedre grensen for anvendelsesområdet for eventuelle nasjonale regler, må vurderes på nytt. Finanstilsynet viser til at artikkel 1 nr. 3 som setter en nedre grense for prospektforordningens anvendelse for tilbudsprospekt på 1 million euro, oppheves.

Videre må reglene om registrering og lagring vurderes i lys av de nye reglene.

2.3.3.2 Krav til innhold i nasjonale prospekter

Reglene om nasjonale prospekter i verdipapirhandelloven § 7-7 første ledd og verdipapirforskriften § 7-3 kan bare opprettholdes dersom innholdskravene som stilles er mindre omfattende enn kravene til et sammendrag i prospektforordningen artikkel 7.

Finanstilsynet bemerker at en vurdering av om kravene i verdipapirhandelloven § 7-7 første ledd og verdipapirforskriften § 7-3 er mer eller mindre omfattende enn kravene som stilles til sammendrag i prospektforordningen artikkel 7 nr. 3 til 10 og nr. 12 (med tilhørende kommisjonsforordninger) til en viss grad er skjønnsmessig, idet de to regelsettene har ulik detaljeringsgrad og oppbygning. Finanstilsynet mener imidlertid at det vil være vanskelig å opprettholde dagens regler, uten å gjøre omfattende endringer.

Finanstilsynet bemerker at utgangspunktet i verdipapirhandelloven § 7-7 første ledd er at nasjonale prospekter skal inneholde opplysninger som er nødvendige for at investorene skal kunne foreta en velfundert vurdering av utstederens og eventuelle garantisters økonomiske stilling og utsikter, og av rettigheter knyttet til de tilbudte verdipapirene. Bestemmelsen svarer i store trekk til hovedregelen om innhold i prospekt i prospektforordningen artikkel 6. De utfyllende reglene i verdipapirforskriften § 7-3 stiller også langt mer omfattende krav til innhold, enn reglene om sammendrag i EØS-prospekt. Det vises blant annet til verdipapirforskriften § 7-3 bokstav b nr. 6, som stiller krav om beskrivelse av sentrale hendelser i virksomheten siste to år og planlagte investeringer for de neste 12 måneder. Videre vises det til verdipapirforskriften § 7-2 bokstav d nr. 2 som krever at nasjonale prospekter skal inneholde reviderte regnskaper for siste to år og eventuelle delårsregnskap som er publisert etter dato for siste balansedag for utstederen og eventuelle garantister. Tilsvarende krav til historisk finansiell informasjon stilles ikke for sammendrag.

Nasjonale prospekter er ofte dokumenter på over femti sider, i tillegg til vedtekter og finansiell rapportering som det kan henvises til. Et sammendrag etter prospektforordningen artikkel 7 kan maksimum være på syv sider, og skal inneholde nøkkelinformasjon som skal sette investor i stand til å forstå utsteders virksomhet og risikoer knyttet til utsteder og garantister og verdipapirene som blir tilbudt/notert. Kravene til innhold og format og sekvenser er nøye spesifisert og fremkommer i form av sjekklister avhengig av type verdipapir. Informasjonen skal være innrettet slik at ikke-profesjonelle investorer skal kunne sette seg inn i investeringen, herunder kan informasjonen fremstilles grafisk mv, se gjeldende prospektforordning artikkel 7 nr. 1, nytt annet ledd i artikkel 7 nr. 3 og fortalet til endringsforordningen avsnitt 20.

Uavhengig av spørsmålet om i hvilken grad reglene om innholdet i nasjonalt prospekt vil kunne opprettholdes uten å komme i konflikt med EØS-retten, mener Finanstilsynet at reglene bør erstattes med en henvisning til prospektforordningens bestemmelser om sammendrag. Finanstilsynet legger i vurderingen til grunn at beløpsgrensen for plikt til å utarbeide EØS-tilbudsprospekt settes til 12 millioner euro. Dette innebærer at flere tilbud enn i dag vil omfattes av nasjonale reglene.

Finanstilsynet bemerker at en standardisering av nasjonale informasjonskrav i form av innholdskrav som svarer til sammendraget i et EØS-prospekt, vil kunne gi fordeler både for utstedere/tilbydere og investorer i det norske markedet, på samme måte som i resten av EØS.

Mens et nasjonalt prospekt må utarbeides på individuell basis, vil et sammendrag utarbeides etter en standardisert mal med fast struktur og faste sekvenser, med krav om et maksimalt antall sider. Et dokument som følger reglene for sammendrag, vil dermed kunne utarbeides raskt, slikt at utstedere vil kunne benytte vinduer med god kapitaltilgang på kort varsel. Finanstilsynet legger derfor til grunn at endringen vil kunne bidra til å lette små og mellomstore bedrifters innhenting av kapital betydelig

For investorene vil det være en fordel at tilbudsdokumentenes oppbygning og innhold standardiseres. Slik blir det lettere å sammenligne investeringstilbud. Oppbygning og struktur

i et sammendrag etter prospektforordningen artikkel 7, vil dessuten være kjent for investorer på tvers av landegrensene i EØS-området.

Finanstilsynet bemerker at alternativet til å la de nasjonale prospektene følge regelverket for sammendrag er å ikke fastsette regler, eller å fastsette nasjonale regler med et mindre omfattende innhold. Finanstilsynet bemerker at en løsning der det ikke fastsettes noen regler som stiller informasjonskrav ved tilbud om kjøp eller tegning av verdipapirer under den fastsatte beløpsgrensen for plikt til å utarbeide EØS-tilbudsprospekt, vil innebære en vesentlig svekkelse av investorbeskyttelsen. En løsning der det ikke stilles fastlagte krav til informasjon om tilbud som kan fremsettes overfor ikke-profesjonelle investorer, vil også stå i kontrast til kravene som stilles i andre deler av finansmarkedet, for eksempel kravene i priips, folkefinansiering og i regelverket for fond.

Det bemerkes i tillegg at overgangen til et krav om at de nasjonale prospektene skal følge regelverket for sammendrag, allerede innebærer en betydelig lettelse for utstederne. Samtidig er reglene om innholdskravene i sammendrag utformet nettopp for å ivareta et passende nivå av investorbeskyttelse. Finanstilsynet kan på denne bakgrunn ikke se at det bør utformes nasjonale regler som reduserer innholdskravene ytterligere. Finanstilsynet foreslår imidlertid at forskriftshjemmelen opprettholdes, slik at det ved behov kan foretas nødvendige presiseringer i innholdskravene.

Finanstilsynet foreslår på denne bakgrunn at verdipapirhandelloven § 7-7 første ledd endres slik at det fastsettes at nasjonale prospekter skal inneholde opplysningene i artikkel 7 nr. 3 til nr. 10 og nr. 12 i prospektforordningen, jf. § 7-1, om sammendraget i prospekter, så langt de passer. Tillegget er tatt med fordi enkelte underpunkter i bestemmelsene i artikkel 7 nr. 3-10 bare er relevante der det også foreligger et prospekt, se for eksempel artikkel 7 nr. 5 bokstav d, og e. Ytterligere tilpasninger kan eventuelt gjøres i forskrift. Finanstilsynet foreslår å oppheve verdipapirforskriften § 7-3.

Finanstilsynet foreslår under noe tvil å opprettholde betegnelsen "nasjonalt prospekt". Finanstilsynet bemerker at begrepet er innarbeidet og at det gir informasjon om hvilket regelverk kravene er utarbeidet på grunnlag av. Et alternativ kunne være å benytte begrepet nasjonalt informasjonsdokument eller lignende.

2.3.3.3 Nedre grense for anvendelse av nasjonale regler

Som omtalt i kapittel 2.3.2 oppheves artikkel 1 nr. 3 som fastsetter at prospektforordningen ikke gjelder for tilbud under 1 million euro. Fortalen til endringsforordningen avsnitt 7 og 8 fremholder at et viktig formål med endringen er å skape et klart og oversiktlig regelverk på tvers av landegrensene i EØS-området. Dette tilsier etter Finanstilsynets syn, at den nedre beløpsgrensen for plikt til å utarbeide et nasjonalt prospekt hverken kan eller bør videreføres.

Når prospektforordningen ble innført, ble den nedre grensen for plikt til å utarbeide nasjonalt prospekt opprettholdt under henvisning til at et krav om å utarbeide nasjonalt prospekt for tilbud under 1 million euro ville være uforholdsmessig byrdefullt for utstederne og tilbydere av finansielle instrumenter, se NOU 2018:10 kapittel 11.2.3. Selv om departementet fulgte Verdipapirlovutvalgets anbefaling, påpekte departementet samtidig i Prop. 96 LS (2018–2019) 5.5.1 at reglene om nasjonale prospekter skal beskytte spesielt ikke-profesjonelle investorer. Beskyttelsesbehovet for investorene vil være det samme, uavhengig av om et tilbud gjelder for et samlet beløp over eller under 1 million euro.

Finanstilsynet mener at behovet for å opprettholde den nedre grensen på en million euro reduseres kraftig når reglene om sammendrag i prospektforordningen artikkel 7 erstatter kravene til innhold i nasjonale prospekter i verdipapirhandelloven § 7-7. Som nevnt i kapittel 2.3.3.2 er sammendraget et standardisert dokument på 7 sider som skal gi nøkkelinformasjon spesielt tilpasset ikke-profesjonelle investorer. Finanstilsynet legger til grunn at et krav om å utarbeide denne typen enkel nøkkelinformasjon ikke vil være urimelig tyngende for tilbyder.

Finanstilsynet bemerker at både PRIIPS, folkefinansieringsforordningen og regelverket for fond stiller krav om at det utarbeides nøkkelinformasjon om tilbud som fremsettes, særlig med tanke på beskyttelse av ikke-profesjonelle investorer. Er det utarbeidet et nøkkelinformasjonsdokument i medhold av PRIIPS, vil dette også kunne anvendes for å dekke deler av innholdskravet i artikkel 7, se gjeldende prospektforordning artikkel 7 nr. 7 bokstav d annet ledd.

Slik Finanstilsynet ser det, tilsier hensynet til investorbeskyttelse, til sammenheng i regelverket og til å skape et oversiktlig regelverk på tvers av landegrensene i EØS, at den nedre grensen ikke kan opprettholdes.

Finanstilsynet bemerker for ordens skyld at de generelle unntakene fra plikten til å utarbeide EØS-prospekt er betydelig utvidet. Unntakene vil, så langt de passer, også gjelde for nasjonale prospekt. I tillegg videreføres unntakene for tilbud rettet til færre enn 150 personer, tilbud som kun rettes til profesjonelle investorer og nærmere angitte tilbud som faller inn under folkefinansieringsforordningen.¹⁰

2.3.3.4 Ansvar, gyldighet, tillegg og språk for nasjonale prospekter

Prospektforordningen artikkel 3 ny nr. 2d, setter begrensninger på regulering av *innholdskravene* i nasjonale regler om tilbud som faller under beløpsgrensen for å utarbeide EØS- tilbudsprospekt. Reglene kan ikke ha et innhold eller omfang som overstiger de aktuelle bestemmelsene i sammendraget. Regler som omhandler *andre forhold*, og som ikke bryter med de relevante bestemmelsene i prospektforordningen artikkel 7 om sammendrag, vil dermed kunne opprettholdes. Reglene i verdipapirhandelloven kapittel 7 II er vurdert under disse forutsetningene.

I tillegg til reglene om innhold i og offentliggjøring av prospekt, gir kapittel 7 II regler om ansvar for nasjonale prospekter (§ 7-7 annet og tredje ledd), gyldighet og offentliggjøring av prospekter (§ 7-9), tillegg til nasjonale prospekter (§ 7-10) og tilbakekall av aksept gitt i tilknytning til nasjonale prospekter (§ 7-11). Dette er bestemmelser som omhandler andre forhold enn innholdet i prospektet, og som så langt Finanstilsynet kan se, ikke kommer i konflikt med begrensningene som settes i artikkel 3 ny nr. 2d.

Finanstilsynet bemerker at behovet for og oppbygningen av disse bestemmelsene ble vurdert da prospektforordningen ble gjennomført i norsk rett i 2019. Det vises til omtale i Prop. 96 LS (2018-2019) kapittel 5.3.6 og NOU 2018:10 kapittel 11.7. Finanstilsynet kan ikke se at endringene i innholdskravet til nasjonale prospekt medfører at vurderingen av behovet for de øvrige bestemmelsene kommer i en vesentlig annen stilling enn tidligere. Finanstilsynet kan heller ikke se at det er andre forhold som tilsier at behovet for bestemmelsene er mindre, eller at bestemmelsene bør endres på vesentlige punkter. Finanstilsynet viser til vurderingene Verdipapirlovutvalget foretok i NOU 2018:10.

Det er imidlertid behov for enkelte, mindre justeringer av reglene som følge av endringer i prospektforordningen. Finanstilsynet foreslår således at fristen å tilbakekalle tilbud i § 7-11 første og annet ledd, økes fra to til tre dager i tråd med endringene i prospektforordningen.

I tillegg justeres bestemmelsene i tråd med forslaget om at nasjonale prospekter ikke lenger skal registreres i Foretaksregisteret, se kapittel 2.3.3.5.

Etter verdipapirforskriften § 7-2 skal nasjonale prospekter skal utarbeides på norsk, engelsk, svensk eller dansk. Finanstilsynet foreslår at bestemmelsen videreføres uendret.

2.3.3.5 Særskilt om publisering og lagring

Finanstilsynet bemerker at prospektforordningen artikkel 3 ny nr. 2d gir nye regler som uttømmende regulerer hvordan et nasjonalt prospekt skal offentliggjøres. Bestemmelsen viser til prospektforordningen artikkel 21 nr. 2 som fastsetter at dokumentet skal

¹⁰ Folkefinansieringsforordningen er innlemmet i EØS-avtalen, men er ennå ikke gjennomført i norsk rett

offentliggjøres på nettsiden til utsteder, på nettsiden til den som plasserer eller omsetter verdipapirene, eller på nettsiden til det regulerte markedet eller MHFen hvor verdipapirene skal noteres/tas opp til handel.

Finanstilsynet kan ikke se at det fortsatt er behov for å opprettholde et krav om at et nasjonalt prospekt samtidig skal registreres i Foretaksregisteret. Finanstilsynet bemerker at en registrering i Foretaksregisteret ikke lenger kan sies å øke hverken tilgjengeligheten av nasjonale prospekter eller å gi opplysningene i nasjonale prospekter økt notoritet, ved siden av kravene til offentliggjøring av prospektet. Finanstilsynet anser det også mindre sannsynlig at det vil kunne oppstå situasjoner hvor det vil være vanskelig å finne frem til opplysningene om nasjonale prospekter ved en etterfølgende tvist, eller ved behov for å foreta en stikkprøvekontroll for Finanstilsynet, hvis nasjonale prospekter ikke lenger registreres. Finanstilsynet bemerker i tillegg at det ikke stilles tilsvarende krav om registrering for nøkkelinformasjonsdokumenter om andre investeringsprodukter.

Finanstilsynet foreslår å oppheve verdipapirhandelloven § 7-8 og erstatte den med en regel som fastslår at prospektforordningen artikkel 21 nr. 2 om offentliggjøring av prospekt gjøres gjeldende for nasjonale prospekter. Som en konsekvens av forslaget foreslår Finanstilsynet i tillegg å oppheve foretaksregisterloven § 4-4 bokstav g og § 5-1 fjerde ledd. Finanstilsynet bemerker at det har skjedd store endringer i regelverket om prospekter siden bestemmelsene ble vedtatt. Finanstilsynet kan ikke se at bestemmelsene lenger er av nevneverdig betydning for om prospektplikten overholdes av foretakene.

2.4 Innhold, format og språk i EØS-prospekt

2.4.1 Gjeldende rett

2.4.1.1 Innhold og sammendrag i EØS-prospekt

Prospektforordningen artikkel 6 angir de overordnede kravene til innhold i et EØS-prospekt. Et EØS-prospekt skal inneholde den informasjonen som er nødvendig for at en investor skal kunne foreta en velbegrunnet vurdering av utstederens og eventuelle garantisters eiendeler og forpliktelser, finansielle stilling og forventede utvikling, rettighetene knyttet til verdipapirene og bakgrunnen for utstedelsen, se artikkel 6 nr. 1. Informasjonen i et EØS-prospekt skal fremstilles på en måte som gjør den lett analyserbar, presis og forståelig, sett hen til nivået på den informasjonen som er påkrevet, se artikkel 6 nr. 2.

De spesifikke innholdskravene for EØS-prospekter fremgår av kommisjonsforordninger fastsatt i medhold av prospektforordningen artikkel 13. De detaljerte innholdskravene gis i form av sjekklister for prospekt inntatt i vedlegg til prospektforordningen.

Prospektforordningen artikkel 16 gir regler om omtale av risikofaktorer. Bestemmelsen fastslår at omtalen av risikofaktorene skal begrenses til å omfatte risikoer som er spesifikke for utstederen og/eller verdipapirene, og som er vesentlige for at en investor skal kunne fatte en informert investeringsbeslutning. Informasjonen om risikofaktorene skal underbygges av innholdet i registreringsdokumentet og verdipapirdokumentet. Ved utarbeidelsen av prospektet skal risikofaktorenes vesentlighet vurderes ut fra sannsynligheten for at de inntreffer, og det forventede omfanget av deres negative virkninger. Hver enkelt risikofaktor skal beskrives tilstrekkelig utførlig, med en forklaring om hvordan den påvirker utstederen eller de verdipapirene som tilbys eller søkes tatt opp til notering.

Prospektforordningen artikkel 7 gir regler om innholdet i og utformingen av sammendraget i et EØS-prospekt. Sammendraget skal inneholde nøkkelinformasjon som investorer trenger for å forstå arten av virksomheten og risikoen knyttet til utstederen, garantistene og verdipapirene som tilbys eller tas opp til notering på regulert marked. Sammendraget skal deles inn i fire hoveddeler; introduksjon som omfatter advarsler, nøkkelinformasjon om utstederen, nøkkelinformasjon om verdipapirene og nøkkelinformasjon om tilbudet eller

opptaket til notering på regulert marked. Det fastsettes særskilte innholdskrav for hver hoveddel.

En utførlig omtale av regler om innhold i EØS-prospekt og sammendrag er gitt i NOU 2018:10 kapittel 3.

Prospektforordningen artikkel 19 angir adgangen til å innta opplysninger ved henvisning. Opplysninger som skal inntas ved henvisning skal være elektronisk offentliggjort tidligere eller samtidig med prospektet, på et språk som oppfyller kravene i forordningens artikkel 27. Av praktiske eksempler nevnes at det kan henvises til årsregnskaper og revisjonsberetninger, stiftelsesdokumenter og vedtekter, samt rapporter om fastsettelsen av verdien av et aktivum eller et selskap.

Prospektforordningen artikkel 23 nr. 1 regulerer plikten til å utarbeide tillegg til prospekt. Etter bestemmelsen skal enhver betydelig ny faktor, materiell feil eller materiell unøyaktighet knyttet til informasjonen i et prospekt, som kan påvirke vurderingen av verdipapirene og som oppstår i etterkant av publisering av prospektet, l nevnes i et tillegg til prospektet uten unødig forsinkelse.

2.4.1.2 Særskilt om informasjon om bærekraft

Prospektforordningen har ikke regler om bærekraftsinformasjon i prospekter. ESMA har i påvente av endringene i Listing Act, i samsvar med artikkel 31 i ESMA-forordningen,¹¹ publisert et "Public Statement" om bærekraftsrelaterte opplysninger som skal inkluderes i prospekter ("Sustainability disclosure in prospectuses"). Her presiseres det blant annet at det må være sammenheng mellom de bærekraftsrelaterte opplysningene i prospektet og i utsteders andre annonseringer.

2.4.1.3 Særskilt om språk

Prospektforordningen artikkel 27 gir regler om språket i prospekter. Der offentlig tilbud om tegning eller kjøp av verdipapirer eller notering på regulert marked skjer i utstederens hjemstat, skal EØS-prospekt utarbeides på et språk som er akseptert av prospektmyndigheten i den staten. Der et EØS-prospekt skal publiseres i en eller flere EØS-stater, men ikke i utstederens hjemstat, skal prospektet enten utarbeides på et språk som er akseptert av prospektmyndighetene i de aktuelle statene, eller på et språk som er vanlig innen internasjonal finans. Prospektmyndighetene i hver aktuell vertsstat skal i slike tilfeller kunne kreve at sammendraget er tilgjengelig på sitt offisielle språk, eller på et annet språk akseptert av prospektmyndigheten i den staten, men skal ikke kunne kreve oversettelse av andre deler av prospektet.

Det er ikke inntatt bestemmelser om språk i verdipapirhandelloven. Det ble ansett unødvendig, idet prospektmyndigheten i henhold til forordningen bestemmer hvilke språk som skal aksepteres. Finanstilsynet aksepterer prospekter på norsk, svensk dansk og engelsk.

2.4.2 Forventet EØS-rett

2.4.2.1 Endringer i reglene om innhold og sammendrag i EØS-prospekt – økte krav til standardisering

Det stilles ytterligere krav om standardisering både for aksjerelaterte og ikke-aksjerelaterte prospekter. Endret artikkel 6 nr. 2 innfører krav om standardisert format og standardiserte sekvenser for informasjonen som offentliggjøres. Videre innføres det en regel om maksimal lengde for aksjeprospekter på 300 A4-sider, se artikkel 6 ny nr. 4. Sammendrag, informasjon

¹¹ Regulation (EU) No 1095/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority), amending Decision No 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/77/EC (OJ L 331, 15.12.2010, p. 84)

som er inkorporert ved henvisning og tilleggsinformasjon fra foretak med kompleks finansiell informasjon, skal ikke regnes med i de 300 sidene. Formålet med endringene er å gjøre prospektene mindre komplekse, harmonisere informasjonen i prospektene på tvers av landegrensene, og gjøre dem lettere å lese for investorene. Endringen skal også bidra til at prospektene ikke blir fylt opp med overflødig og mindre viktig informasjon, se fortalen til endringsforordningen avsnitt 15 og 16.

For å redusere byrdene for utstedere som vil hente kapital utenfor EØS, gjøres ikke kravene til standardisert format mv. gjeldende for verdipapirer som skal tas opp til notering på regulert marked i EØS, og samtidig tilbys investorer i en tredjestat der et tilbudsdokument skal utarbeides, se artikkel 6 ny nr. 6 og fortalen til endringsforordningen avsnitt 18.

Nærmere regler om maler og layout for prospektet skal fastsettes i kommisjonsforordninger, inkludert krav til skrifttype og stil. I tillegg skal ESMA gi retningslinjer om bruk av lettfattelig og klart språk i prospekter, se artikkel 6 nye nr. 7 og 8 og fortalen til endringsforordningen avsnitt 19.

Som følge av de nye kravene til standardiserte formater og sekvenser, skal det utarbeides nye kommisjonsforordninger, i tråd med oppdaterte vedlegg til prospektforordningen, se artikkel 13 nr. 1 nytt første ledd og artikkel 13 ny nr. 3.

Det gjøres også enkelte endringer i artikkel 16 om risikofaktorer. Det presiseres at prospektet ikke skal inneholde generiske risikofaktorer som kun fungerer som ansvarsfraskrivelser, se artikkel 16 nr. 1 nytt annet ledd. Gjeldende krav om at de vesentligste risikofaktorene skal rangeres, erstattes med et krav om at risikofaktorene innenfor hver kategori skal listes opp på en måte som er i overensstemmelse med vurderingen som er foretatt av utsteder. Endringene er nærmere beskrevet i fortalen til endringsforordningen avsnitt 40.

Artikkel 7 innfører nye krav om standardisert format og sekvenser for informasjonen som offentliggjøres i sammendraget. Sammendraget skal fortsatt være på maksimum syv sider, men ved bruk av garantister skal den maksimale lengden på sammendraget kunne forlenges med én ekstra A4 side per garantist, forutsatt at de ekstra sidene er dedikert til beskrivelsen av garantistene, se artikkel 7 nr. 7 nytt femte ledd. Nærmere regler om maler og layout i sammendraget skal utarbeides i kommisjonsforordninger, se artikkel 7 ny nr. 15. I tillegg skal ESMA gi retningslinjer om bruk av lettfattelig og klart språk i sammendraget, se artikkel 7 ny nr. 14.

Adgangen til å innta opplysninger ved henvisning etter artikkel 19 videreføres i stor grad. Det presiseres imidlertid at universelle registreringsdokumenter og bærekraftsrapportering som er godkjent av en prospektmyndighet, eller som er innlevert til denne, inngår i dokumentene som kan inntas ved henvisning, se artikkel 19 ny nr. 1 bokstav a, b og f.

I tillegg innføres det nye bestemmelser som tillater frivillig inkorporering av informasjon som ikke nødvendigvis må inkluderes i prospektet, forutsatt at den er offentliggjort elektronisk tidligere eller samtidig og oppfyller angitte krav, se artikkel 19 ny nr. 1a.

Plikten til å utarbeide tillegg til prospekt innskrenkes. Etter artikkel 19 ny nr. 1b er utstedere ikke lenger pålagt å publisere et tilleggsprospekt etter artikkel 23 nr. 1 for ny årlig eller kvartalsvis finansiell informasjon, hvis et grunnprospekt fortsatt er gyldig etter artikkel 12 nr. 1. I stedet kan denne informasjonen inntas ved henvisning i grunnprospektet, forutsatt at kravene til elektronisk publisering og språk er oppfylt. Utstedere gis mulighet til frivillig å publisere et tillegg for ny informasjon, dersom de anser dette som nødvendig. Endringene er nærmere omtalt i fortalen til endringsforordningen avsnitt 43.

Artikkel 23 ny nr. 4a fastsetter at tillegg ikke kan brukes til å introdusere en ny type verdipapir der nødvendig informasjon ikke er inkludert i prospektet. Nærmere regler om når et tillegg skal anses å introdusere et nytt verdipapir, skal gis i kommisjonsforordning. Bestemmelsen er nærmere omtalt i fortalen til endringsforordningen avsnitt 54.

2.4.2.2 Særskilt om informasjon om bærekraft

Det innføres plikt til å gi informasjon om bærekraft (ESG informasjon) i prospekter, der det er relevant. Bakgrunnen for endringen er at informasjon om bærekraft er et stadig viktigere element i en investeringsbeslutning. Reglene skal også motvirke grønnvasking. De nye kravene er tatt inn i artikkel 13 nr. 1 annet ledd nye bokstav f og g, og ny nr. 1a.

Artikkel 13 ny bokstav f fastsetter at utsteder skal opplyse om sin forpliktelse til å gi bærekraftsrapportering, inkludert en tilknyttet revisjonsuttalelse, i samsvar med direktivene 2004/109/EC og 2013/34/EU. Etter artikkel 13 ny bokstav g skal utsteder opplyse om hvorvidt ikke-aksjerelaterte verdipapirer som tilbys til offentligheten, eller er notert på regulert marked, markedsføres med miljømessige, sosiale og styringsmessige (ESG) faktorer eller bærekraftsmål.

Begrunnelsen for de nye reglene fremgår av fortalen til endringsforordningen avsnitt 26:

"Due to the growing importance of sustainability considerations in investment decisions, investors are increasingly considering information on environmental, social and governance (ESG) matters when taking informed investment decisions. It is therefore necessary to prevent greenwashing by establishing the ESG-related information to be provided, where relevant, in the prospectus for equity or non-equity securities offered to the public or admitted to trading on a regulated market. That requirement should, however, not overlap with the requirement laid down in other Union legislative acts to provide that information."

Fortalen understreker at kravene til ESG-relatert informasjon i prospekter ikke skal overlappes med kravene til ESG-informasjon som skal gis etter annet EU-regelverk, herunder direktiv 2013/34/EU om årsregnskap, konsernregnskap og tilhørende rapporter for visse typer foretak, og forordningen (EU) 2023/2631 om grønne obligasjoner. Informasjonen som skal inngå i prospektet, skal derfor inntas ved henvisning til bærekraftsrapporteringen som gjøres etter disse regelverkene, se fortalen til endringsforordningen avsnitt 26.

Artikkel 13 ny nr. 1a gir særlige regler for grønne obligasjoner. I prospekter som gjelder grønne obligasjoner, jf. forordning (EU) 2023/2631, skal informasjonen som gis i "green bond fact sheet" etter denne forordningen artikkel 10, inntas ved henvisning. Forordningen om grønne obligasjoner artikkel 10 pålegger utstedere av europeiske grønne obligasjoner å utarbeide et "European Green Bond factsheet" i samsvar med Annex I i dette regelverket, samt sikre at dette faktaarket får en "pre-issuance review with a positive opinion" fra en ekstern revisor, jf. artikkel 10 bokstav b.

Forutsatt at utsteder velger å innta opplysninger i prospektet om at obligasjonene markedsføres som miljømessig bærekraftige ("bond marketed as environmentally sustainable") eller definerer obligasjonene som bærekraftsobligasjoner ("sustainability-linked bond") som angitt i artikkel 1 bokstav c i forordningen om grønne obligasjoner, må utsteder inkludere "optional disclosure templates" etter forordningen om grønne obligasjoner.

Også sammendraget skal inneholde enkelte opplysninger om bærekraft, se artikkel 7 nr. 5 ny bokstav g og nr. 6 bokstav a nytt punkt v).

2.4.2.3 Særskilt om språk

Det innføres lettelsener i språkkravene i artikkel 27. Etter artikkel 27 ny nr. 1 skal et prospekt for verdipapirer som kun skal tilbys eller tas opp til notering i hjemstaten utarbeides på et språk som er akseptert av prospektmyndigheten i den aktuelle staten, eller på et språk som er vanlig i den internasjonale finansverdenen. Det vil i praksis si engelsk. Valget skal etter de endrede reglene ligge hos utsteder, tilbyder eller den som søker om opptak til handel, og ikke hos prospektmyndigheten.

For verdipapirer som kun skal tilbys eller tas opp til notering i den aktuelle staten, åpnes det for at medlemsstatene kan velge å kreve at prospektet utarbeides på et språk som aksepteres av nasjonale myndigheter i denne medlemsstaten se artikkel 27 nr. 1 nytt annet ledd. I slike tilfeller skal medlemsstaten informere Kommisjonen og ESMA om beslutningen.

ESMA skal publisere en liste over språkene som er akseptert av de nasjonale myndighetene i hver medlemsstat, for tilbud og opptak til notering som kun søkes i hjemstaten.

Også artikkel 27 ny nr. 2, som gjelder prospekter for verdipapirer som skal tilbys eller noteres i flere EØS-stater, endres, slik at utsteder, tilbyder eller den som søker om opptak til notering kan velge å utarbeide prospektet på et språk som er akseptert i staten(e) hvor verdipapirene skal tilbys eller noteres, eller som er vanlig i den internasjonale finansverdenen. Etter denne bestemmelsen kan det imidlertid ikke fastsettes nasjonale regler om hvilke språk som aksepteres.

Sammendraget etter artikkel 7 skal være tilgjengelig på det offisielle språket i hver medlemsstat, eller minst ett av de offisielle språkene, eller på et annet språk akseptert av tilsynsmyndigheten i hver medlemsstat. Medlemsstatene kan ikke kreve oversettelse av andre deler av prospektet.

Endringene er nærmere beskrevet i fortalen til endringsforordningen avsnitt 55.

2.4.3 Finanstilsynet bemerkninger og forslag

Reglene om innhold og sammendrag i prospekt er fullharmoniserte. Reglene vil gjelde direkte ved inkorporasjonsbestemmelsens ikrafttredelse.

Finanstilsynet bemerker at formålet med endringene i reglene om innhold og sammendrag i prospekt er å gjøre prospektene mindre komplekse, harmonisere informasjonen i prospektene på tvers av landegrensene og gjøre dem lettere å lese for investorene. Målet er dermed forenkling både for utstedere og investorer. De nærmere reglene vil fastsettes i kommisjonsforordninger, og er ikke klare. Idet både vedleggene til prospektforordningen og kommisjonsordningene endres, må det legges til grunn at det vil komme vesentlige endringer i kravene til innholdet i prospekter.

Sammendraget vil etter endringene standardiseres ytterligere og fremstå med faste sekvenser. Sammendraget vil på denne måten kunne gi særlig ikke-profesjonelle investorer lettfattelig og ikke-kompleks informasjon om de aktuelle verdipapirene.

Artikkel 27 gir et nasjonalt valg knyttet til språk. Etter artikkel 27 ny nr. 1 skal et prospekt for verdipapirer som kun skal tilbys eller tas opp til notering i hjemstaten, utarbeides på et språk som er akseptert av prospektmyndigheten i den aktuelle staten, eller på et språk som er vanlig i den internasjonale finansverdenen. Valget skal etter de endrede reglene ligge hos utsteder, tilbyder eller den som søker om opptak til handel, og ikke hos prospektmyndigheten. Det åpnes imidlertid for at den enkelte stat kan velge å kreve at prospektet utarbeides på et språk som aksepteres av nasjonale myndigheter i den aktuelle staten, se artikkel 27 nr. 1 nytt annet ledd.

Finanstilsynet aksepterer i dag norsk, engelsk, svensk og dansk. Ettersom Finanstilsynet allerede aksepterer alle språk som er alminnelig forstått i Norge og engelsk, kan Finanstilsynet ikke se at det er behov for å utferdige nasjonale regler om språk for prospekter. Skulle det senere oppstå behov for regler, kan det fastsettes forskrifter i medhold av verdipapirhandelloven § 7-1 tredje ledd.

2.5 Endringer i reglene om prospektformer

2.5.1 Gjeldende rett

2.5.1.1 Universelt registreringsdokument

Prospektforordningen artikkel 9 gir regler om universelt registreringsdokument (URD) for utstedere som har verdipapirer tatt opp til notering på regulert marked eller tatt opp til handel på multilateral handelsfasilitet (MHF). Slike utstedere kan utarbeide et URD som beskriver selskapets organisering, virksomhet, finansielle stilling, inntekter og framtidsutsikter, eierstyring og aksjonærstruktur. Et URD skal godkjennes av prospektmyndigheten. Når en

utsteder har utarbeidet og fått godkjent et URD i to etterfølgende regnskapsår, kan et URD registreres uten forutgående godkjenning. Dette gir utsteder status som "regelmessig utsteder". Regelmessige utstedere drar nytte av en raskere behandlingstid for nye prospekter som baseres på URD, idet bare verdipapirdokumentet og sammendraget skal godkjennes. For regelmessige utstedere gjelder det en tidsfrist for behandling på fem arbeidsdager (mot ti ellers), forutsatt at utstederen gir forhåndsvarsel på minst fem arbeidsdager til prospektmyndigheten forut for planlagt innsendelse av prospektet til kontroll.

Ved å utarbeide og oppdatere informasjon om utstederen i et URD, vil utsteder raskt kunne benytte vinduer med gunstige markedsbetingelser til å fremsette tilbud ved å legge til et verdipapirdokument og et sammendrag, og få det samlede innhold godkjent som et fullverdig EØS-prospekt. For ytterligere informasjon om reglene om universelt registreringsdokument, se NOU 2018:10 kapittel 4.2.2.

2.5.1.2 EU Follow-on prospekt

Det finnes ikke regler for EU-follow-on prospekt i dag. Gjeldende regler inneholder imidlertid et forenklet prospektregime ved sekundærutstedelser for utstedere som har hatt noterte verdipapirer de siste 18 månedene, se prospektforordningen artikkel 14. En nærmere beskrivelse av reglene er gitt i NOU 2018:10 kapittel 3.3. Det er også gitt en beskrivelse av senere endringer i bestemmelsen i Prop. 36 LS (2022–2023) kapittel 2.2.9 og høringsnotatet til denne.¹²

I tillegg gir artikkel 14a midlertidige regler om EU-gjenopprettingsprospekter ("EU Recovery Prospectus") som ble innført i forbindelse med COVID-19 pandemien.

2.5.1.3 EØS-vekstprospekt

Prospektforordningen artikkel 15 gir regler om EØS-vekstprospekt (EU Growth prospectus). Reglene gjelder for små og mellomstore bedrifter (SMB) samt utstedere som er tatt opp til handel på vekstmarkeder for SMB med en gjennomsnittlig markedsverdi på under 500 millioner euro. I tillegg omfattes andre utstedere dersom tilbudet har et samlet vederlag på mindre enn 20 millioner euro over en periode på 12 måneder, forutsatt at utstederen ikke har verdipapirer notert på regulerte markeder, og at antall ansatte hos utstederen ikke overstiger 499 ved utgangen av det siste regnskapsåret.

2.5.2 Forventet EØS-rett

2.5.2.1 Endringer i reglene om universelt registreringsdokument

Reglene om universelt registreringsdokument i artikkel 9 videreføres med én vesentlig lettelse. Perioden utsteder må utarbeide og få godkjent et universelt registreringsdokument reduseres fra to etterfølgende regnskapsår, til ett år, se artikkel 9 nr. 2 nytt annet ledd. Utsteder vil deretter være en regelmessig utsteder, og nyte godt av en raskere godkjenningssprosess for EØS-prospekt. Formålet med endringen er å redusere unødvendige byrder og skape økte insentiver til å benytte universelle registreringsdokumenter, se fortalen avsnitt 23.

For opplysninger som er inkludert i et universelt registreringsdokument gjøres det unntak fra kravet om å følge et standardisert format og en standardisert sekvens, se artikkel 6 ny nr. 2 annet ledd og fortalen avsnitt 17.

Etter artikkel 13 nr. 2 ny bokstav b skal det fastsettes kommisjonsforordninger med nye minimumskrav til innhold i universelle registreringsdokumenter.

¹² <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/horing-av-gjennomforing-av-smb-forordningen/id2847984/?expand=horingsnotater>

2.5.2.2 Innføring av nye regler om EU Follow-on prospekt

Endringsforordningen innfører i ny artikkel 14a regler om EU Follow-on prospectus (heretter EU-oppfølgingsprospekt) som gir utstedere muligheten til å utarbeide et forenklet prospekt ved etterfølgende tilbud av verdipapirer. EU-oppfølgingsprospekt erstatter det forenklede regimet for sekundærutstedelser og de midlertidige reglene om EU Recovery prospectus. Prospektforordningen artikkel 14 og 14a oppheves.

Bakgrunnen for endringen er nærmere omtalt i fortalen til endringsforordningen avsnitt 27. Her fremholdes det at kravene ved sekundærutstedelser etter artikkel 14 er for detaljerte og ligger for tett opp til reglene for fulle prospekter, til å gjøre noen vesentlig forskjell for foretak som allerede har verdipapirer notert og som er underlagt regler om løpende og periodisk rapportering.

EU-oppfølgingsprospekt er spesielt tilpasset utstedere som allerede har offentliggjort et fullverdig prospekt og som ønsker å tilby ytterligere verdipapirer til offentligheten. Prospektet kan benyttes ved tilbud eller notering av verdipapirer som er utstedt av en utsteder med verdipapirer som har vært notert på et regulert marked eller tatt opp til handel på et SMB-vekstmarked i minst 18 måneder. Prospektet kan også benyttes av utstedere som har verdipapirer tatt opp til handel på et SMB-vekstmarked og som søker opptak til notering på et regulert marked av verdipapirer som er fungible med disse. Utstedere som kun har tilbudt eller notert gjeldsinstrumenter, kan imidlertid ikke benytte et oppfølgingsprospekt ved notering av aksjer på et regulert marked, se ny artikkel 14a annet ledd. Anvendelsesområdet for EU-oppfølgingsprospekt er nærmere omtalt i fortalen til endringsforordningen avsnitt 28:

"To enable issuers to fully benefit from the EU Follow-on prospectus as an alleviated prospectus type, the scope should be broad and encompass public offers or admission to trading on a regulated market of securities that are fungible or not fungible with securities already admitted to trading. Furthermore, to enable successful companies to scale up and benefit from greater exposure to a broader pool of investors, the EU Follow-on prospectus should be available to companies that are seeking to make a transition from an SME growth market to a regulated market, provided that their securities have been admitted to trading on an SME growth market continuously for at least the last 18 months. However, an issuer who has only non-equity securities admitted to trading on a regulated market or an SME growth market should not be allowed to draw up an EU Follow-on prospectus for the admission to trading on a regulated market of equity securities, as this requires the disclosure of a full prospectus to enable investors to take an informed investment decision."

Informasjonen i EU-oppfølgingsprospektet skal være skrevet og presentert på en lettfattelig, konsis og forståelig måte. Prospektet skal inneholde minimumsinformasjonen som er angitt i vedlegg IV eller V, avhengig av hvilken type verdipapirer det gjelder. De nærmere reglene om innholdet i prospektet vil gis i kommisjonsforordning.

For aksjer skal EU-oppfølgingsprospektet ha en maksimal lengde på 50 A4 sider når det trykkes, med tegnstørrelse som er lesbar. For andre verdipapirer er det ikke satt noen slik grense. Bestemmelsen er nærmere omtalt i fortalen til endringsforordningen avsnitt 32:

"To improve the readability of the EU Follow-on prospectus and to make it easier for investors to analyse it and navigate through it, such prospectus should be subject to a page limit for secondary issuances of shares. Such a page limit would, however, be inappropriate for the broad category of equity securities other than shares or non-equity securities, which include a wide range of different instruments, including complex ones. Furthermore, the summary, information incorporated by reference, including a universal registration document approved by or filed with a competent authority, information included in a universal registration document that is used as a constituent part of a prospectus or information to be provided when the issuer has a complex financial history or has made a significant financial commitment, or in the case of a significant gross change, should be excluded from the page limit."

Det er egne regler om sammendrag for EU-oppfølgingsprospekter, se artikkel 7 ny 12a. Sammendraget skal som hovedregel ha maksimal lengde på 7 sider. Sammendraget skal her som ellers fungere som en nyttig kilde til informasjon for ikke-profesjonelle investorer, se fortalen til endringsforordningen avsnitt 30.

Artikkel 20 ny nr. 6a setter ned behandlingstiden for EU Follow-on prospekter til 7 arbeidsdager (mot 10 ellers), forutsatt at prospektet er utarbeidet etter reglene om maksimum lengde i artikkel 14a nr. 5 og 6. Utstederen må informere prospektmyndigheten minst 5 arbeidsdager før de planlegger å sende inn en søknad om godkjenning.

2.5.2.3 Endringer i reglene om EØS-vekstprospekt

Endringsforordningen opphever gjeldene artikkel 15 om "EU Growth prospectus" og erstatter denne med en ny bestemmelse 15a om "EU growth issuance prospectus". Behovet for endring er omtalt i fortalen til endringsforordningen avsnitt 33 til 37. Det nye prospektet kan benyttes av SMBer, utstedere som er eller skal tas opp til handel på et SMB-vekstmarked, andre utstedere med under 500 ansatte som ikke er tatt opp til handel på noen MHF og som ikke fremmer tilbud over EUR 50 millioner over en aggregert 12-månedersperiode, samt tilbydere av verdipapirer i annenhåndsmarkedet som opprinnelig ble utstedt av en SMB eller et selskap som er tatt opp til handel på et SMB-vekstmarked. Det nye prospektet kan ikke benyttes av utstedere som har verdipapirer tatt opp til notering på et regulert marked.

For å sikre at prospektet er tilpasset behovene til SMB, er det innført ytterligere lettelsener i innholdskravene. Fortalen til endringsforordningen avsnitt 34 begrunner behovet for reduserte innholdskrav slik:

"The requirements concerning the content of the EU Growth issuance prospectus should be light, taking into account the level of disclosure of the EU Recovery prospectus and some of the most straightforward admission documents that some SME growth markets require issuers to produce in case of an exemption from the obligation to publish a prospectus, and which content is laid down in the SME growth markets' rulebooks. The reduced information to be disclosed in an EU Growth issuance prospectus should be proportionate to the size of the companies listed on SME growth markets and their fundraising needs and ensure an adequate level of investor protection. Furthermore, the EU Growth issuance prospectus should consist of a single document, in order to make it an easy and straightforward document to be drawn up by companies, especially SMEs, and be easily read by investors."

Det innføres krav om standardisert format for at prospektet skal være lettfattelig, kortfattet og presentert på en måte som gjør det enkelt for investorer, spesielt ikke-profesjonelle investorer, å ta informerte investeringsbeslutninger. EØS-vekstprospekter for aksjer skal ha en maksimal lengde på 75 A4 sider når det trykkes, og det skal være utformet på en lettlest måte med lesbare tegnstørrelser. Nærmere regler om innholdskrav og standardisering skal gis i kommisjonsforordning.

På samme måte som for EU Follow-on prospekter, skal prospektet inneholde et kortfattet sammendrag som gir nøkkelinformasjon til investorene, se artikkel 7 ny nr. 12a.

2.5.3 Finanstilsynets bemerkninger

Fortalen til endringsforordningen fremhever at reglene om spesielle prospektformer ikke har fungert fullt ut etter sin hensikt. Reglene har ikke i tilstrekkelig grad bidratt til å legge til rette for at små- og mellomstore bedrifter enklere skal kunne finansiere seg i kapitalmarkedet, hverken ved notering eller i en vekstfase. Finanstilsynet bemerker at endringene som nå skjer, er omfattende og spisset for å gjøre de særlige prospektformene mer attraktive og egnet til å oppnå formålet.

De nærmere reglene om innholdskrav vil for alle tre prospektformer gis i kommisjonsforordninger som ikke er klare. Hvor store lettelsene blir, er dermed ikke endelig avklart. Gitt at både EU-oppfølgingsprospekt og nye EU-vekstprospekt har fått regler om maksimalt antall sider, kan det imidlertid allerede fastslås at omleggingen er omfattende.

Finanstilsynet bemerker at de spesielle prospektformene i liten grad er benyttet i det norske markedet i dag. Det er usikkert hvor stor betydning endringene vil ha i praksis. Lettelsene som gis, skal gi økte incentiver til å benytte de spesielle prospektformene som et middel for enklere og rimeligere kapitalinnhenting i hele EØS. Euronext Growth er nå registrert som et EØS-vekstmarked. De nye reglene for EØS-vekstprospekter vil dermed kunne få økt betydning i det norske markedet.

Reglene om prospektformer er fullharmoniserte. Reglene vil gjelde direkte fra inkorparasjonsbestemmelsens ikrafttredelse.

2.6 Prospektkontroll, offentliggjøring og akseptfrist

2.6.1 Gjeldende rett

2.6.1.1 Prospektkontroll

EØS-prospekter kan ikke offentliggjøres før de er godkjent av prospektmyndigheten. Prospektforordningen artikkel 20 gir harmoniserte regler om godkjenning av EØS-prospekter og frister som gjelder for prospektmyndighetens kontroll.

I medhold av prospektforordningen artikkel 20 nr. 11 er det utarbeidet kommisjonsforordninger som gir nærmere regler om prospektkontrollen, herunder kriterier for kontroll av fullstendighet, sammenheng og konsistens. Kriteriene er ikke uttømmende og prospektmyndigheten har anledning til å ta ytterligere kriterier i betraktning i kontrollprosessen dersom markedsutviklingen tilsier det, se nærmere omtale i fortalen til endringsforordningen avsnitt 44.

2.6.1.2 Offentliggjøring og tilbudsperiode

Etter prospektforordningen artikkel 21 skal godkjent prospekt offentliggjøres i rimelig tid før eller senest ved begynnelse av tilbudsperioden eller tidspunktet for opptak til notering på regulert marked. For aksjer som skal tas opp til notering for første gang, skal prospektet offentliggjøres senest seks arbeidsdager før utløpet av tilbudsperioden.

2.6.1.3 Akseptfrist og frist til å tilbakekalle tegninger for tilleggsprospekt

Etter prospektforordningen artikkel 17 kan investor trekke tilbake en ordre hvis prospektet ikke inneholder opplysninger om endelig pris og/eller antall aksjer tilbudet omfatter, i minst to dager etter at opplysningene er offentliggjort i samsvar med artikkel 21 nr. 2.

Dersom det inntrer vesentlige forhold som utløser plikt til å utarbeide tilleggsprospekt etter prospektforordningen artikkel 23 har investorene rett til å trekke tilbake bestilling eller tegning som er gjort før tillegget er publisert.

2.6.2 Forventet EØS-rett

2.6.2.1 Prospektkontroll

Det gjøres flere endringer i artikkel 20 som tar sikte på å harmonisere og effektivisere prospektkontrollen på tvers av landegrensene, og kravene til prospektmyndighetene skjerpes. Artikkel 20 nr. 2 får nytt annet ledd som fastsetter at en prospektmyndighet som ikke tar en beslutning om prospektet innen de fastsatte tidsrammene, må informere utstederen, tilbyderer eller den som ber om opptak til handel på et regulert marked, samt ESMA, om årsaken til at en beslutning ikke er truffet. Manglende overholdelse av fristen medfører ikke at prospektet skal anses godkjent.

Nasjonale myndigheter skal sørge for at det finnes adekvate tiltak for å håndtere situasjoner der prospektmyndighetene ikke overholder de fastsatte tidsrammene. ESMA skal i tillegg offentliggjøre en årlig rapport om hvordan prospektmyndighetene har overholdt tidsfristene som er angitt i artikkel 20.

Etter artikkel 20 ny nr. 11 bokstav a til c skal det utarbeides nye kommisjonsforordninger med ytterligere harmoniserte regler for prospektkontrollen, herunder harmoniserte regler om myndighetenes adgang til å forta ekstra kontrollhandlinger, be om ytterligere informasjon, sette ekstra vilkår mv. Det skal videre fastsettes regler om absolutt tidsramme for å slutføre behandlingen av et prospekt. Se omtale av endringene i fortalen til endringsforordningen avsnitt 44 flg.

2.6.2.2 Offentliggjøring av prospekt

Artikkel 21 endres slik at fristen for offentliggjøring av prospekt for aksjer som skal tas opp til notering for første gang reduseres fra seks til tre arbeidsdager før utløpet av tilbudsperioden.

Investor vil ikke lenger ha krav på å få en papirkopi av prospektet, men har krav på å få levert et elektronisk prospekt kostnadsfritt.

2.6.2.3 Akseptfrist og frist til å tilbakekalle tegninger ved tilleggsprospekt

Investors frist for å trekke tilbake en ordre der prospektet ikke inneholder opplysninger om endelig pris og/eller antall aksjer tilbudet omfatter, øker fra to til tre arbeidsdager etter at opplysningene er offentliggjort, se artikkel 17 nr. 1 ny bokstav a. Formålet med utvidelsen er å øke investorbeskyttelsen, se fortalen til endringsforordningen avsnitt 41.

Investorenes frist for å trekke tilbake en bestilling eller tegning som er gjort før et tillegg til prospekt er publisert, utvides fra to til tre arbeidsdager, se artikkel 23 ny nr. 2.

Artikkel 23 ny nr. 3 presiserer finansielle mellommenns plikt til å informere investorene om muligheten for at det kan bli offentliggjort et tillegg til prospektet, hvor og når det kan bli publisert, samt hvordan de vil bli kontaktet av mellommannen for å få assistanse til å utøve sine rettigheter. Adgangen til å informere på mellommannens webside og ved elektronisk kommunikasjon presiseres.

2.6.3 Finanstilsynets bemerkninger

Reglene som endres er fullharmoniserte. Reglene vil gjelde direkte fra inkorporasjonsbestemmelsens ikrafttredelse.

Finanstilsynet bemerker at endringene adresserer enkelte identifiserte svakheter i eksisterende regelverk. Ved å halvere fristen for å offentliggjøre godkjent prospekt fra 6 til 3 arbeidsdager før utløpet av tilbudsperioden for aksjer som skal tas opp til notering for første gang, legges det bedre til rette for raske kapitalinnhentinger. Investorbeskyttelsen økes noe, ved at fristen for å trekke tilbake en ordre der prospektet ikke inneholder opplysninger om endelig pris og/eller antall aksjer tilbudet omfatter, og fristen for å trekke tilbake en bestilling eller tegning som er gjort før et tillegg er publisert, økes fra to til tre dager.

Kravene til prospektmyndigheten skjerpes. Nasjonale myndigheter skal sørge for at det finnes adekvate tiltak for å håndtere situasjoner der prospektmyndighetene ikke overholder de fastsatte tidsrammene. Finanstilsynet bemerker at eksisterende regler for Finanstilsynets virksomhet ivaretar kravet.

2.7 Tredjestatsutstedere og samarbeid med andre tilsynsmyndigheter

2.7.1 Gjeldende rett

Prospektforordningen artikkel 29 regulerer prospektmyndighetens adgang til å godkjenne et tilbuds- eller noteringsprospekt som er utarbeidet i medhold av og gjenstand for reglene i den tredjestaten utstederen er hjemmehørende. En forutsetning for at prospektet skal kunne benyttes i EØS, er at Kommisjonen har foretatt en ekvivalensvurdering av tredjestatens regler. Ekvivalensvurderinger innlemmes i EØS-avtalen på vanlig måte.

Før prospektet kan godkjennes av hjemstaten i EØS, må prospektmyndigheten inngå en samarbeidsavtale med den relevante kontrollmyndigheten i den aktuelle tredjestaten. Samarbeidsavtalen skal etter artikkel 30 omfatte utveksling av informasjon og håndheving av plikter som følger av prospektforordningen i aktuelle tredjestaten. Samarbeidsavtale skal ikke inngås dersom den aktuelle tredjestaten står på Kommisjonens liste over stater som har svakheter i nasjonale regler om hvitvasking og tiltak mot terrorfinansiering.

Nasjonale prospektmyndigheter som vil inngå samarbeidsavtale, skal varsle Kommisjonen og eventuelt andre aktuelle prospektmyndigheter.

I hovedsak stilles det krav om at samarbeidsavtale må inngås der en tredjestatsutsteder får tilgang til å benytte prospektet grensekryssende i EØS gjennom godkjenning av et prospekt utarbeidet etter den aktuelle tredjestatens regler. Der det anses nødvendig, skal imidlertid hver prospektmyndighet vurdere å inngå slik samarbeidsavtale, også der en tredjestatsutsteder utarbeider et EØS-prospekt etter prospektforordningen.

2.7.2 Forventet EØS-rett

Artikkel 29 innfører lettelser i reglene om tredjestatsutstedere. Etter endringen vil det være tilstrekkelig at kontrollmyndigheten i den aktuelle tredjestaten godkjenner et prospekt for tilbud om verdipapirer til offentligheten eller notering på et regulert marked i EØS, forutsatt at det er foretatt en ekvivalensvurdering av tredjestatens regelverk i tråd med prospektforordningens regler. Det må videre være inngått en samarbeidsavtale mellom prospektmyndigheten i den aktuelle hjemstaten og kontrollmyndigheten i tredjestaten. Prospektet skal imidlertid ikke lenger i tillegg godkjennes av prospektmyndigheten i hjemstaten.

Dersom et tilbud om verdipapirer fra en tredjestat skjer i en annen medlemsstat enn hjemstaten, må kravene i artiklene 24, 25 og 27 overholdes (artikkel 24 omhandler generelt innholdet i prospektet, mens artikkel 25 spesifiserer krav til informasjon som må gis til investorer. Artikkel 27 angir oversettelseskravene for prospektet, som kan variere avhengig av hvilken EØS-stat det gjelder), se endringsforordningen artikkel 29 nr. 2. Avhengig av hvor utsteder tilbyr sine verdipapirer, må dermed tredjestatsutstedere fortsatt være oppmerksomme på og overholde, flere ulike krav.

Det skal utarbeides kommisjonsforordninger som supplerer prospektforordningen med generelle ekvivalenskriterier, se artikkel 29 nr. 4.

Formålet med endringene er å forenkle prosessen for tredjestatsutstedere. Endringene er nærmere beskrevet i fortalen til endringsforordningen avsnitt 56 og 57.

Artikkel 30, som omhandler prospektmyndighetenes samarbeid med tredjestater, endres på enkelte punkter. Herunder presiseres reglene om taushetsplikt ved utveksling av informasjon.

Etter endret artikkel 30 skal ESMA utvikle samarbeidsordninger mellom medlemsstatene og tredjestater, se artikkel 30 nr. 2 samt fortalen til endringsforordningen avsnitt 57.

2.7.3 Finanstilsynets bemerkninger

Reglene om tredjestaters adgang til å tilby verdipapirer i EØS er fullharmonisterte. Reglene vil gjelde direkte fra inkorparasjonsbestemmelsens ikrafttredelse.

Det er et ikke ubetydelig innslag av utstedere fra tredjestater som er aktive i det norske kapitalmarkedet, også i form av notering på regulert marked. Forenklinger i prospektreglene for slike utstedere kan lette tilgangen til kapitalmarkedet.

2.8 Korte bemerkninger om endringene i reglene om forvaltningstiltak og administrative sanksjoner

Prospektforordningen artikkel 38 fastsetter at nasjonale myndigheter skal gi regler om nærmere angitte forvaltningstiltak og sanksjoner ved overtredelse av nærmere angitte bestemmelser i forordningen. I endringsforordningen artikkel 38 nr. 1 ny bokstav a justeres angivelsen av bestemmelsene som skal omfattes av reglene om administrative sanksjoner og andre forvaltningstiltak i tråd med øvrige endringer i prospektforordningen. Overtredelse av nye bestemmelser i forordningen vil også bli omfattet av sanksjonsregelverket, herunder for eksempel reglene om nye prospektformer.

Reglene om forvaltningstiltak og administrative sanksjoner er dels innarbeidet i verdipapirhandelloven kapittel 19 om tilsyn og administrative virkemidler og dels i kapittel 21 om administrative sanksjoner og straff. Bestemmelsene om tilsynsvirkemidler i kapittel 19 omfatter overtredelse av de til enhver tid gjeldende reglene i loven.

Reglene om overtredelsesgebyr i kapittel 21 er delt inn etter kapitlene i loven, det vil si etter direktivområdene eller forordningene som innarbeides. Verdipapirhandelloven § 21-4 gir regler om overtredelsesgebyr ved brudd på reglene om prospekt. Anvendelsesområdet for reglene er angitt som overtredelse av kapittel 7 avsnitt I om EØS-prospekter, avsnitt II om nasjonale prospekter og forskrifter gitt til utfylling av disse bestemmelsene.

Dette innebærer at endringene denne utredningen omfatter, fanges opp av eksisterende bestemmelser. Endringene i prospektforordningen artikkel 38 innebærer dermed ikke behov for endringer i verdipapirhandellovens regler om forvaltningstiltak, administrative sanksjoner og straff. Se omtale av reglene i NOU 2018:10 kapittel 13 og Prop. 96 LS (2018–2019) kapittel 7.6.5.2.

2.9 Ikrafttredelse og overgangsregler

Endringsforordningen artikkel 4 angir når de enkelte reglene i endringsforordningen trer i kraft. Forordningen er ikke inntatt i EØS-avtalen, slik at EØS-tilpasning for Norges del kan medføre avvikende datoer for ikrafttredelse. Nedenfor gis det en kort omtale av de viktigste ikrafttredelsestidspunktene for prospektforordningen. Det foreslås også enkelte overgangsregler.

Regelen om ny beløpsgrense på 12 millioner euro for plikt til å utarbeide EØS-tilbudsprospekt etter artikkel 3 nr. 2, reglene om maler og layout for prospektet i artikkel 6 nr. 2, og nr. 6 til 8 samt reglene om maler og layout for sammendraget i artikkel 7 nr. 3 til 8, regelen om permanent økt beløpsgrense i unntaket for kredittinstitusjoner etter artikkel 1 bokstav j, reglene om å gi informasjon om bærekraft i prospekter etter artikkel 13 nr. 1a, reglene om nye kommisjonsforordninger i tråd med oppdaterte vedlegg til prospektforordningen i artikkel 13 nr. 2 og reglene om språkkrav i artikkel 27 nr. 1 og 2, trer i kraft 5. juni 2026.

Reglene om EU-oppfølgingsprospekt og EØS-vekstprospekt i ny artikkel 14a og ny artikkel 15a samt artikkel 7 nr. 12a, trer i kraft 5. mars 2026.

Endringer som ikke er omfattet av bestemmelsene om utsatt ikrafttredelse, trer i kraft 20 dager etter publisering i Official Journal, den 4. desember 2024. De vesentligste endringene som trer i kraft nå, er utvidelsen av unntakene fra plikt til å utarbeide EØS-prospekt i ny artikkel 1 nr. 4 bokstav da og db.

Endringsforordningen artikkel 48a angir overgangsordningene for EØS-prospekter som er godkjent før de nye reglene trer i kraft. EØS-prospekter som er godkjent før 4. juni 2026, vil være underlagt reglene som gjaldt på tidspunktet prospektet ble godkjent, inntil de utløper. EØS-prospekter som er godkjent i henhold til artikkel 14 eller artikkel 15 før 4. mars 2026, vil fortsatt være underlagt disse artiklene inntil de utløper.

Prospektforordningen gir overgangsregler for EØS-prospekter. For nasjonale prospekter er det imidlertid behov for å fastsette regler. Finanstilsynet legger til grunn at det vil kunne fastsettes tilsvarende overgangsordning for nasjonale prospekter som for EØS-prospekter, slik at nasjonale prospekter som er registrert i Foretaksregisteret i medhold av verdipapirhandelloven § 7-8 før ikrafttredelse av de nye reglene, vil være underlagt reglene som gjaldt på registreringstidspunktet inntil prospektet utløper. Finanstilsynet mener imidlertid at nærmere regler bør fastsettes i forskrift, etter at høringen er avsluttet.

Forslag til bestemmelser om ikrafttredelse og overgangsregler er gitt i lovutkastet kapittel II.

3 Endringer i markedsmisbruksforordningen

3.1 Innledning

3.1.1 Om markedsmisbruksforordningen

Markedsmisbruksforordningen (MAR) inneholder sentrale regler om markedsmisbruk på verdipapirmarkedet. Formålet med reglene er å motvirke atferd som kan skade tilliten til verdipapirmarkedet, noe som igjen kan svekke verdipapirmarkedets egenskap som en effektiv kilde for å innhente kapital. Reglene om markedsmisbruk omfatter forbud mot innsidehandel, forbudet mot markedsmanipulasjon samt forbudet mot ulovlig spredning av innsideinformasjon. I tillegg inneholder MAR en rekke regler som har til formål å hindre markedsmisbruk. Eksempler på dette er utsteders plikt til å føre lister over personer som er i besittelse av innsideinformasjon (innsidelister), plikten for utsteder til å offentliggjøre innsideinformasjon samt plikten som primærinnsidere (styremedlemmer, ledelse hos utsteder) til å melde til Finanstilsynet og utsteder om handler i utsteders finansielle instrumenter.

MAR gjelder for finansielle instrumenter som er tatt opp til notering på regulert marked (i Norge Euronext Oslo Børs og Euronext Expand) og som handles på multilateral handelsfasilitet (i Norge Euronext Growth).

Reglene i MAR gjelder som utgangspunkt fullt ut for utstedere som har instrumenter som handles på SMB-vekstmarkeder. Noen av kravene for slike utstedere er likevel noe mindre omfattende enn kravene som gjelder for utstedere som er notert på andre handelsplasser. I Norge er det ett SMB-vekstmarked, Euronext Growth. Med noen få unntak, er ikke endringene i MAR begrenset til SMB-utstedere, men gjelder for utstedere på alle typer handelsplasser.

3.1.2 Bakgrunn og de viktigste endringene i MAR

I fortalen til endringsforordningen avsnitt 61 vises det til at MAR har etablert et robust rammeverk for å bevare markedets integritet og investortillit. Likevel er det i tilbakemeldinger fra markedsaktører fremhevet at noen aspekter ved MAR legger en uforholdsmessig høy byrde på utstedere.

Endringsforordningen gjør ulike endringer i MAR. Reglene om utsteders informasjonsplikt forenkles ved at utsteder ikke vil ha informasjonsplikt om et mellomliggende trinn i en prosess som bestående av flere trinn og hvor trinnene er forbundet med en endelig begivenhet (for eksempel et oppkjøpstilbud eller fusjon). I slike prosesser skal bare den endelige begivenheten være informasjonspliktig. De alminnelige vilkårene for å beslutte utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon endres, ved at det gjeldende vilkåret om at utsatt offentliggjøring ikke skal være egnet til å villedelig allmennheten erstattes av et krav om at informasjonen ikke skal være i motstrid med siste offentlige kommunikasjon fra utsteder om det samme forholdet som innsideinformasjonen gjelder. Endringsforordningen medfører også forenklinger for primærinnsidere, ved at terskelbeløpet for meldepliktige transaksjoner i utsteders finansielle instrumenter økes betydelig, og ved utvidelse av unntakene fra forbudet

mot handel i forkant av publisering av pliktig rapportering ("lukkede perioder"). Videre gjøres det forenklinger i rapporteringskravene for transaksjoner omfattet av tilbakekjøpsprogrammer, og det varsles lettelser i innholdskravene for innsidelister.

Endringsforordningens bestemmelser som gjelder MAR, trådte i kraft i EU 20 dager etter publisering i Official Journal, det vil si 4. desember 2024. De endrede reglene om løpende informasjonsplikt og utsatt offentliggjøring (kapittel 3.3) trer i kraft i EU 18 måneder etter ikrafttreddelsen av endringsforordningen.

Forordningen er ikke inntatt i EØS-avtalen, slik at EØS-tilpasning for Norges del kan medføre avvikende datoer for ikrafttredelse.

MAR er gjennomført i norsk rett gjennom inkorporasjon, jf. verdipapirhandelloven § 3-1. Endringsforordningen vil bli gjennomført ved en endring i inkorporasjonsbestemmelsen. Vesentlige deler av reglene i endringsforordningen er fullharmoniserte, og vil gjelde direkte fra inkorporasjonsbestemmelsens ikrafttredelse.

Forslag til bestemmelser om ikrafttredelse og overgangsregler er gitt i lovutkastet kapittel II.

3.2 Definisjonen av innsideinformasjon

3.2.1 Gjeldende rett

Artikkel 7 i MAR inneholder en definisjon av "innsideinformasjon". Etter artikkel 7 nr. 1 bokstav a defineres innsideinformasjon som følgende opplysninger:

"Presise opplysninger som ikke er blitt offentliggjort, som direkte eller indirekte vedrører en eller flere utstedere eller ett eller flere finansielle instrumenter, og som er egnet til å påvirke kursen på disse finansielle instrumentene eller kursen på tilknyttede finansielle derivater merkbart dersom de blir offentliggjort"

Definisjonen av innsideinformasjon er nærmere utdypet i artikkel 7 nr. 2 til 4.

Videre er det presisert følgende i artikkel 7 nr. 1 bokstav d:

"Når det gjelder personer som har til oppgave å utføre ordrer i finansielle instrumenter, skal med innsideinformasjon også menes presise opplysninger som gis av en kunde, og som gjelder kundens ordrer i finansielle instrumenter som ennå ikke er utført, som direkte eller indirekte vedrører en eller flere utstedere eller ett eller flere finansielle instrumenter, og som er egnet til å påvirke kursen på disse finansielle instrumentene, kursen på tilknyttede spotkontrakter på varer eller kursen på tilknyttede finansielle derivater merkbart dersom de blir offentliggjort".

3.2.2 Forventet EØS-rett

Fortalen til endringsforordningen avsnitt 63 viser til at definisjonen av innsideinformasjon i artikkel 7 nr. 1 bokstav d bare gjelder personer som har til oppgave å utføre ordrer i finansielle instrumenter. Definisjonen bør utvides til å omfatte andre personer som kan få kunnskaper om en fremtidig ordre eller transaksjon.

Definisjonen i artikkel 7 nr. 1 bokstav d endres slik at innsideinformasjon omfatter opplysninger som gis av en kunde eller av andre personer som opptre på vegne av kunden, eller opplysninger som er kjent med grunnlag i forvaltning av en konto eller et fond og som direkte eller indirekte vedrører en eller flere utstedere eller ett eller flere finansielle instrumenter og som er egnet til å påvirke kursen på disse finansielle instrumentene, kursen på tilknyttede spotkontrakter på varer eller kursen på tilknyttede finansielle derivater merkbart dersom de blir offentliggjort.

3.2.3 Finanstilsynets bemerkninger

Endringene i artikkel 7 nr. 1 bokstav d er eksempler på tilfeller hvor informasjon om ordre kan utgjøre innsideinformasjon. Finanstilsynet anser at endringen i artikkel 7 nr. 1 bokstav d ikke innebærer noen innholdsmessig utvidelse av hva som utgjør innsideinformasjon, ettersom opplysningene uansett vil kunne anses som innsideinformasjon etter definisjonen i artikkel 7 nr. 1 bokstav a.

Definisjonen av innsideinformasjon i MAR artikkel 7 er fullharmonisert. Reglene vil gjelde direkte fra inkorparasjonsbestemmelsens ikrafttredelse.

3.3 Reglene om utsteders løpende informasjonsplikt og utsatt offentliggjøring

3.3.1 Gjeldende rett

Etter MAR artikkel 17 nr. 1 skal utsteder på en markeds plass så snart som mulig offentliggjøre innsideinformasjon som direkte vedrører utstederen. Informasjonsplikten omfatter opplysninger definert som innsideinformasjon i MAR artikkel 7. Reglene i artikkel 17 gjelder fullt ut for innsideinformasjon knyttet til mellomliggende trinn i en prosess, jf. artikkel 7 nr. 3.

I henhold til MAR artikkel 17 nr. 4 kan utsteder likevel utsette offentliggjøringen av innsideinformasjon, dersom følgende vilkår er oppfylt:

- a) Umiddelbar offentliggjøring er egnet til å skade de legitime interessene til utstederen eller deltakeren på utslippskvotemarkedet
- b) Utsatt offentliggjøring er ikke egnet til å villedde allmennheten
- c) Utstederen eller deltakeren på utslippskvotemarkedet er i stand til å sikre at opplysningene forblir konfidensielle.

Etter artikkel 17 nr. 4 tredje ledd skal utsteder som har utsatt offentliggjøringen av innsideinformasjon umiddelbart etter offentliggjøringen av informasjonen underrette vedkommende myndighet om at offentliggjøringen av informasjonen ble utsatt. Videre skal utsteder gi tilsynsmyndigheten en skriftlig redegjørelse for hvordan vilkårene for utsatt offentliggjøring ble oppfylt. Etter verdipapirforskriften § 3-2 skal den skriftlige redegjørelse bare sendes tilsynsmyndigheten på oppfordring.

Det følger av MAR artikkel 17 nr. 7 at dersom offentliggjøring av innsideinformasjon har blitt utsatt etter reglene om utsatt offentliggjøring, og det ikke lenger er mulig å sikre at opplysningene forblir konfidensielle, skal utstederen offentliggjøre innsideinformasjonen så snart som mulig.

Oslo Børs fører tilsynet med overholdelsen av den løpende informasjonsplikten og utsatt offentliggjøring, jf. verdipapirforskriften § 17-1. Stortinget har besluttet at denne oppgaven skal overføres til Finanstilsynet. Dette forventes gjort i nær fremtid.

3.3.2 Forventet EØS-rett

3.3.2.1 Informasjonsplikt i trinnvise prosesser

Fortalen til endringsforordningen avsnitt 67 viser til at forbudet mot innsidehandel har som formål å forhindre mulig utnyttelse av innsideinformasjon og bør gjelde så snart denne informasjonen er tilgjengelig. Kravet om å offentliggjøre innsideinformasjon har først og fremst til hensikt å gjøre det mulig for investorer å ta velinformerte beslutninger. Når informasjon utleveres på et veldig tidlig stadium og er av en foreløpig art, kan offentliggjøringen villedde investorer. I en trinnvis prosess bør ikke offentliggjøring omfatte kunngjøringer av rene intensjoner, pågående forhandlinger eller, avhengig av

omstendighetene, fremdriften i forhandlingene (for eksempel et møte mellom representanter for foretakene). Derfor bør utstederen i en trinnvis prosess kun offentliggjøre informasjonen knyttet til de spesielle omstendighetene eller den spesielle hendelsen som den trinnvise prosessen har til hensikt å lede til ("endelig hendelse"), så snart som mulig etter at slike omstendigheter eller hendelser har skjedd.

MAR artikkel 17 nr. 1 endres ved at plikten til å informere allmennheten om innsideinformasjon som direkte gjelder utsteder ikke gjelder for innsideinformasjon relatert til mellomliggende trinn i en prosess som har til formål å lede til bestemte omstendigheter eller hendelser. I en slik prosess skal bare de endelige omstendighetene eller hendelsene offentliggjøres så snart som mulig.

For å gjøre det mulig for utsteder å identifisere tidspunktet for offentliggjøring av relevant informasjon, gis det i MAR artikkel 17 nytt nr. 12 myndighet for Kommisjonen til å vedta en kommisjonsforordning som skal inneholde en ikke-uttømmende liste over endelige hendelser som vil utløse plikt til å offentliggjøre informasjonen og, for hver hendelse, tidspunktet da hendelsen anses å ha skjedd.

Det følger av endringsforordningens fortale avsnitt 60 at utsteder må sikre at informasjon knyttet til mellomliggende trinn holdes konfidensiell når den endelige omstendighet eller hendelse ennå ikke har blitt offentliggjort. Når disse omstendighetene eller hendelsen har blitt offentliggjort, vil ikke utstederen lenger være pålagt å sikre at informasjon knyttes til det mellomliggende trinn holdes konfidensiell. Det inntas en ny bokstav a i artikkel 17 nr. 1, hvor det presiseres at en utsteder skal sikre konfidensialiteten til informasjonen som oppfyller kriteriene for innsideinformasjon etter artikkel 7 inntil informasjonen er offentliggjort i henhold til artikkel 17 nr. 1.

Videre endres artikkel 17 nr. 4 ved at det inntas et nytt nr. 4a om at reglene om utsatt offentliggjøring ikke gjelder for innsideinformasjon som gjelder mellomliggende trinn i trinnvise prosesser.

3.3.2.2 Utsatt offentliggjøring

Vilkåret i MAR artikkel 17 nr. 4 første ledd bokstav b om at utsatt offentliggjøring ikke skal være "*egnet til å vilde allmennheten*", erstattes av et vilkår om at utsatt offentliggjøring ikke er tillatt dersom innsideinformasjonen er i motstrid med den siste offentlige kunngjøring eller annen type kommunikasjon fra utsteder om det samme forholdet som innsideinformasjonen gjelder.

I fortalen til endringsforordningen avsnitt 70 vises det til at hensynet til rettslig forutsigbarhet for utstederen og en konsistent tolkning av vilkårene for å utsette offentliggjøring av innsideinformasjon, tilsier at det bør avklares når utsatt offentliggjøring ikke er tillatt som følge av at innsideinformasjonen er i motstrid med den siste offentlige kunngjøring eller annen type kommunikasjon fra utsteder om det samme forholdet som innsideinformasjonen gjelder. Endringsforordningen gir i artikkel 17 nytt nr. 12 bokstav b myndighet til Kommisjonen til å vedta en kommisjonsforordning med en ikke-uttømmende liste over situasjoner der innsideinformasjonen som utstederen har til hensikt å utsette står i motsetning til siste offentlige kunngjøring eller annen type kommunikasjon fra utsteder om samme sak som innsideinformasjonen referer til.

Bestemmelsen i MAR artikkel 17 nr. 7 om at utsteder må offentliggjøre innsideinformasjon der det ikke lenger er mulig å sikre at opplysningene forblir konfidensielle, endres ved at bestemmelsen også vil gjelde i tilfeller der det ikke lenger er mulig å sikre konfidensialiteten om innsideinformasjon som gjelder mellomliggende trinn i en prosess.

3.3.3 Finanstilsynets bemerkninger

3.3.3.1 Informasjonsplikt i trinnvise prosesser

Endringene i reglene om utsteders løpende informasjonsplikt innebærer ikke en endring i definisjonen av innsideinformasjon i MAR artikkel 7. Reglene i MAR om håndtering av innsideinformasjon vil fortsatt gjelde for innsideinformasjon knyttet til mellomliggende trinn i en prosess – dette omfatter forbudet mot innsidehandel (artikkel 8), forbudet mot ulovlig spredning av innsideinformasjon (artikkel 10) og plikten til å føre innsidelister (artikkel 18). Følgelig vil det også etter at endringsforordningen trer i kraft være avgjørende at utsteder vurderer om informasjon om et mellomliggende trinn utgjør innsideinformasjon, og håndterer informasjonen i henhold til kravene i MAR.

Som følge av endringen må utsteder ta stilling til om bestemte opplysninger er knyttet til en engangshendelse, eller om de utgjør et mellomliggende trinn i en prosess. Dersom opplysningene er knyttet til en engangshendelse, må informasjonen som utgangspunkt offentliggjøres etter reglene i MAR artikkel 17.

Finanstilsynet har inntrykk av at innsideinformasjon knyttet til mellomliggende trinn ofte vil kunne være gjenstand for utsatt offentliggjøring i henhold til reglene i MAR artikkel 17 nr. 4. Den praktiske betydningen av endringsforordningen vil i så fall være at utsteder, dersom vedkommende konkluderer med at informasjon om et mellomliggende trinn er å anse som innsideinformasjon, ikke vil ha plikt til å ta stilling til om vilkårene for utsatt offentliggjøring er oppfylt, og ikke behøver å utarbeide en redegjørelse for dette etter reglene i MAR artikkel 17 nr. 4 tredje ledd.

Endringene gir behov for en nærmere avgrensning av hva som er det endelige utfallet av en prosess som består av flere trinn, og hva som skal til for at informasjonsplikten inntreffer. Fortalen til endringsforordningen avsnitt 67 nevner som eksempel at informasjon om en fusjon bør offentliggjøres snarest mulig etter at ledelsen har besluttet å signere fusjonsavtalen, når det er oppnådd enighet om hovedelementene i fusjonen. For kontrakter skal den "*endelige hendelsen*" i alminnelighet anses som inntruffet når partene har oppnådd enighet om hovedvilkårene.

Som nevnt har Kommisjonen fått myndighet til å fastsette en delegert rettsakt med en ikke-uttømmende liste over endelige hendelser som vil utløse plikt til å offentliggjøre informasjonen og, for hver hendelse, tidspunktet da hendelsen anses å ha skjedd. Slike regler er foreløpig ikke fastsatt. Som nevnt trer endringene i MAR artikkel 17 i kraft i juni 2026. Finanstilsynet forstår det slik at Kommisjonen vil fastsette utfyllende regler i delegert rettsakt før reglene i endringsforordningen trer i kraft.

3.3.3.2 Utsatt offentliggjøring

Endringsforordningen innebærer at det gjeldende vilkåret i MAR artikkel 17 nr. 4 b om at utsatt offentliggjøring ikke må være "*egnet til å villedde allmennheten*" erstattes av et vilkår med noe mer konkrete vurderingstemaer. Sentrale momenter i det nye vilkåret er hva som menes med "*siste offentlige kunngjøring ...*" om det er "*samme forholdet*" som innsideinformasjonen gjelder.

Som nevnt har Kommisjonen fått myndighet til å fastsette en delegert rettsakt med en ikke-uttømmende liste over situasjoner der innsideinformasjonen som utstederen har til hensikt å utsette står i motsetning til siste offentlige kunngjøring eller annen type kommunikasjon fra utsteder om samme forhold som innsideinformasjonen referer til. Slike regler er foreløpig ikke fastsatt. Som nevnt trer endringene i MAR artikkel 17 i kraft i juni 2026. Finanstilsynet forstår det slik at Kommisjonen vil fastsette utfyllende regler i delegert rettsakt før reglene trer i kraft.

Reglene om løpende informasjonsplikt og utsatt offentliggjøring i MAR artikkel 17 er fullharmonisert. Reglene vil gjelde direkte fra inkorporasjonsbestemmelsens ikrafttredelse.

3.4 Markedssondering

3.4.1 Gjeldende rett

Etter MAR artikkel 11 nr. 1 omfatter en markedssondering formidling av opplysninger til en eller flere potensielle investorer før offentliggjøring av en transaksjon, for å vurdere interessen hos potensielle investorer for en mulig transaksjon og vilkårene for den, slik som mulig størrelse eller prissetting. Markedssondering gjøres av utsteder, tilbyder av et finansielt instrument i annenhåndsmarkedet i et slikt omfang eller til en slik verdi at transaksjonen skiller seg fra vanlig handel og innebærer en salgsmetode som bygger på en forhåndsvurdering av den potensielle interessen hos potensielle investorer, eller en tredjepart som opptrer på vegne av utsteder/tilbyder eller for deres regning.

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

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

Etter MAR artikkel 11 nr. 5 første ledd skal markedsdeltakeren som formidler informasjonen, før informasjonen legges frem

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

Videre følger det av artikkel 11 nr. 5 annet ledd at en markedsdeltaker som formidler informasjon (typisk verdipapirforetak), skal føre og opprettholde dokumentasjon over alle opplysninger som er gitt til personen som mottar markedssonderingen, herunder opplysningene som er gitt i samsvar med nr. 5 første ledd bokstav a til d, og identiteten til potensielle investorer som opplysningene er gitt til, herunder blant annet juridiske og fysiske personer som opptrer på vegne av den potensielle investoren, samt dato og klokkeslett for hvert tilfelle der opplysningene er formidlet. Den markedsdeltakeren som har formidlet informasjon, skal på forespørsel oversende denne dokumentasjonen til vedkommende myndighet.

Av artikkel 11 nr. 6 følger det at dersom informasjonen som er gitt i forbindelse med en markedssondering, ut fra vurderingen til den markedsdeltakeren som har formidlet informasjon, opphører å være innsideinformasjon, skal den markedsdeltakeren som har formidlet informasjon, så snart som mulig underrette mottakeren om dette. Den markedsdeltakeren som har formidlet informasjon, skal opprettholde dokumentasjon over

opplysningene som er gitt i samsvar med dette nummeret, og skal på forespørsel oversende den til tilsynsmyndigheten.

Etter artikkel 11 nr. 7 skal personen som mottar markedssonderingen, selv foreta en vurdering av om han/hun er i besittelse av innsideinformasjon, eller av når han/hun ikke lenger er i besittelse av innsideinformasjon.

Utfyllende bestemmelser om markedssonderinger er fastsatt i kommisjonsforordning 2016/959 og kommisjonsforordning 2016/960, som begge er gjennomført i norsk rett, jf. verdipapirforskriften § 3-1 femte og sjette ledd. Kommisjonsforordningene inneholder blant annet og standardiserte sett av opplysninger som skal formidles til personer som skal motta markedssonderingen.

3.4.2 Forventet EØS-rett

Fortalen til endringsforordningen avsnitt 64 viser til at definisjonen av markedssondering skal være tilstrekkelig bred til å omfatte ulike fremgangsmåter og praksis i Unionen. Definisjonen av markedssondering i artikkel 11 nr. 1 presiseres slik at reglene omfatter formidling av opplysninger uavhengig av om transaksjonen skal offentliggjøres.

Det følger av fortalen avsnitt 65 at det er behov for å klargjøre at markedsdeltakeren ikke er forpliktet til å følge reglene i artikkel 11 nr. 4 (som viderefører gjeldende bestemmelse i artikkel 11 nr. 5). Det følger av den endrede ordlyden i nr. 4 at dersom markedsdeltakeren overholder vilkårene i nr. 4 bokstav a til f, skal informasjonen anses formidlet som ledd i den normale utøvelsen av en persons arbeid, yrke eller forpliktelser i henhold til MAR artikkel 10 nr. 1.

Gjeldende krav i MAR artikkel 11 nr. 6 og 7 videreføres. Bestemmelsen i nr. 6 endres ved at formuleringen om at informasjonen opphører å være innsideinformasjon "*ut fra vurderingen til den markedsdeltakeren som har formidlet informasjon*" fjernes. Bestemmelsen objektiviseres ved at dersom informasjonen som er gitt i forbindelse med en markedssondering opphører å være innsideinformasjon, skal den markedsdeltakeren som har formidlet informasjon, så snart som mulig underrette mottakeren om dette. Det presiseres imidlertid at slik notifikasjon til deltakerne ikke er nødvendig dersom innsideinformasjonen er offentliggjort ved børsmelding eller på annen måte.

3.4.3 Finanstilsynets bemerkninger

Finanstilsynet har inntrykk at det blant markedsoperatører har vært ulike oppfatninger om markedsdeltakerne er forpliktet til å følge de gjeldende reglene i artikkel 11 nr. 4, og at presiseringen i endringsforordningen dermed er klargjørende.

Reglene om markedssonderinger er fullharmonisert. Reglene vil gjelde direkte fra inkorparasjonsbestemmelsens ikrafttredelse.

3.5 Likviditetskontrakter for SMB-utstedere

3.5.1 Gjeldende rett

En likviditetskontrakt er en kontrakt mellom utsteder og en finansiell mellommann hvor mellommannen har påtatt seg å selge og kjøpe utsteders aksjer for å bedre likviditeten. Etter MAR artikkel 13 nr. 1 gjelder ikke forbudet mot markedsmanipulasjon i MAR artikkel 15, jf. artikkel 12 nr. 1 bokstav a, i tilfeller der personen som inngår en transaksjon eller plasserer en handelsordre godtgjør at transaksjonen, ordren eller atferden er foretatt av legitime grunner og er i samsvar med akseptert markedspraksis (AMP) fastsatt av tilsynsmyndigheten. AMP fastsettes av tilsynsmyndigheten etter en vurdering hvor tilsynsmyndigheten tar hensyn til vilkår angitt i MAR artikkel 13 nr. 2 og i utfyllende regler i kommisjonsforordning EU 2016/908. I kommisjonsforordningen artikkel 2 er det blant annet stilt vilkår om at markedspraksisen gir en betydelig grad av gjennomsiktighet i markedet

(bokstav a) og at markedspraksisen har en positiv innvirkning på markedets likviditet og effektivitet (bokstav c). Finanstilsynet har per dags dato ikke fastsatt noen akseptert markedspraksis for norske markedsplasser.

Utstedere av finansielle instrumenter som er tatt opp til handel på et SMB-vekstmarked kan inngå en likviditetskontrakt for sine aksjer i tilfeller der det ikke foreligger en akseptert markedspraksis, dersom vilkårene i artikkel 13 nr. 12 bokstav a til d er oppfylt. Her stilles det blant annet krav om at likviditetskontrakten må oppfylle de materielle vilkårene for en akseptert markedspraksis i artikkel 13 nr. 2. Videre er det etter artikkel 13 nr. 12 bokstav d vilkår om at markedsoperatøren eller verdipapirforetaket som driver SMB-vekstmarkedet bekrefter skriftlig overfor utstederen at den eller de har mottatt en kopi av likviditetskontrakten og aksepterer kontraktens vilkår.

3.5.2 Forventet EØS-rett

I endringsforordningens fortale avsnitt 66 er det vist til at markedsoperatøren som driver SMB-vekstmarkedet ikke er en part i likviditetskontrakten. Vilkåret om at markedsoperatøren må akseptere kontraktens vilkår fører dermed til overdreven kompleksitet. For å redusere kompleksiteten og fremme likviditetskontrakter på SMB-vekstmarkeder, endres artikkel 13 nr. 12 bokstav d slik at markedsoperatøren fortsatt skal bekrefte å ha mottatt kopi av likviditetskontrakten, men ikke vil ha plikt til å akseptere kontraktens vilkår.

3.5.3 Finanstilsynets bemerkninger

Reglene om likviditetskontrakter er fullharmoniserte. Reglene vil gjelde direkte fra inkorporasjonsbestemmelsens ikrafttredelse.

3.6 Innsidelister

3.6.1 Gjeldende rett

Etter MAR artikkel 18 nr. 1 bokstav a skal utstedere og personer som opptrer på deres vegne eller for deres regning, utarbeide en liste over alle personer som har tilgang til innsideinformasjon, og som arbeider for dem i henhold til arbeidsavtale eller på annen måte utfører oppgaver som innebærer at de har tilgang til innsideinformasjon, for eksempel rådgivere, regnskapsførere eller kredittvurderingsbyråer (innsideliste).

Etter MAR artikkel 18 nr. 6 første ledd kan utstedere hvis finansielle instrumenter er tatt opp til handel på et SMB-vekstmarked, bare listeføre personer som på grunn av sin funksjon eller hos utstederen har regelmessig tilgang til innsideinformasjon.

Et unntak fra denne bestemmelsen følger av annet ledd. Dersom det er berettiget ut fra særlige bekymringer knyttet til nasjonal markedsintegritet, kan medlemsstatene kreve at utstedere på sine innsidelister fører opp alle personer nevnt i artikkel nr. 1 bokstav a. Disse listene skal inneholde de angitte opplysningene i det formatet som ESMA fastsetter i henhold til artikkel 18 nr. 6 fjerde ledd. I tråd med MAR artikkel 18 nr. 6 annet ledd er det fastsatt i verdipapirhandelloven § 3-4a at innsidelister for utstedere av finansielle instrumenter som er tatt opp til handel på et SMB-vekstmarked skal omfatte alle personer som er nevnt i MAR artikkel 18 nr. 1 bokstav a.

Hva innsidelisten skal omfatte, fremgår av artikkel 18 nr. 3. Innholdet er spesifisert i utfyllende kommisjonsforordning 2022/1210, som er gjennomført i verdipapirforskriften § 3-1 femtende ledd. Kommisjonsforordningen inneholder ulike maler for innsidelister.

Innholdskravet for utstedere på SMB-vekstmarkeder er noe lempeligere enn det som gjelder for innsidelistene som skal benyttes av utstedere på andre handelsplasser i henhold til MAR artikkel 18 nr. 1. Felles for de forskjellige malene for innsidelister er at det skal opplyses om for- og etternavn på innsideren, innsiderens stilling (eller begrunnelse for hvorfor personen er oppført på listen og angivelse av tidsperioden vedkommende hadde tilgang til

insideinformasjon. Malen for utstedere på SMB-vekstmarkeder inneholder ikke krav om å opplyse om blant annet innsiderens private telefonnummer, hjemmeadresse, og etternavn ved fødsel.

3.6.2 Forventet EØS-rett

Fortalen til endringsforordningen avsnitt 72 viser til at i enkelte medlemsstater er innsidelister ansett som spesielt viktige for å sikre et høyt nivå av integritet i markedet.

Endringsforordningen viderefører adgangen medlemsstatene har etter MAR artikkel 18 nr. 6 annet ledd til å fastsette regler om at utstedere på SMB-vekstmarkeder må føre innsidelister som omfatter personer som har tilgang til insideinformasjon. For å unngå overdreven regulatorisk byrde, og samtidig opprettholde viktig informasjon for tilsynsmyndigheten for å undersøke markedsmissbruk, bør et slikt lettere format brukes for alle innsidelister. MAR artikkel 18 nr. 9 endres slik at ESMA skal gjennomgå de tekniske standardene for formatet til innsidelistene for utstedere tatt opp til handel på SMB-vekstmarkeder for å utvide bruken av et slikt format til alle innsidelister. ESMA skal sende utkast til tekniske standarder til EU-kommisjonen innen 9 måneder etter at endringsforordningen trer i kraft, det vil si i september 2025.

3.6.3 Finanstilsynets bemerkninger

Endringsforordningen signaliserer lettelse i innholdskravene for innsidelister som i dag følger av Kommisjonsforordning 2022/1210. Nye innholdsregler er ikke fastsatt.

3.7 Primærinnsiders meldeplikt

3.7.1 Gjeldende rett

Etter MAR artikkel 19 nr. 1 første ledd skal personer med ledelsesansvar og deres nærstående personer gi melding til utstederen og til tilsynsmyndigheten om transaksjoner utført for deres egen regning i aksjer eller gjeldsinstrumenter utstedt av den aktuelle utstederen, eller derivater eller andre finansielle instrumenter som er knyttet til disse. Personer med ledelsesansvar (som her omtales som "primærinnsidere" ettersom dette er et innarbeidet begrep i det norske verdipapirmarkedet) og nærstående er definert i MAR artikkel 3 nr. 1 nr. 25 og 26. Primærinnsidere omfatter blant annet medlemmer av administrasjons-, ledelses- eller kontrollorgan. Eksempler på dette er medlemmer av styre, daglig leder og utsteders ledergruppe. Nærstående omfatter blant annet primærinnsiderens ektefelle, barn som forsørges av primærinnsideren samt juridiske personer som er styrt eller kontrollert av med primærinnsideren.

Hvilke transaksjoner som utløser meldeplikt, fremgår av MAR artikkel 19 nr. 7. Utfyllende bestemmelser er fastsatt i kommisjonsforordning 2016/522, som er gjennomført i norsk rett, jf. verdipapirforskriften § 3-1 fjerde ledd.

Meldingen skal gis umiddelbart og senest innen tre dager.

I MAR artikkel 19 nr. 8, jf. nr. 1 siste ledd er det fastsatt en beløpsterskel før meldeplikten etter nr. 1 inntreffer. Meldeplikten gjelder for etterfølgende transaksjoner når et samlet beløp tilsvarende 5000 euro er oppnådd innenfor et kalenderår. Terskelen på 5000 euro skal beregnes ved å summere alle transaksjoner som omfattes av bestemmelsen, uten å motregne dem. Etter MAR artikkel 19 nr. 9 kan tilsynsmyndigheten bestemme at beløpsterskelen skal økes til 20 000. En beslutning om økt terskel skal meddeles til ESMA sammen med begrunnelsen for den, og med særlig henvisning til de konkrete markedsforholdene som ligger til grunn. ESMA offentliggjør økte beløpsterskler samt begrunnelsene gitt av tilsynsmyndighetene på sin nettside.

3.7.2 Forventet EØS-rett

MAR artikkel 19 nr. 8 endres ved at beløpsterskelen heves til 20 000 euro. Etter fortalen avsnitt 74 er begrunnelsen for å øke beløpsterskelen at primærinnsidere og utstedere ikke skal være gjenstand for unødvendige regulatoriske krav som ikke har betydning for markedet. Videre gis medlemsstatene et nasjonalt valg ved at beløpsterskelen enten kan økes til 50 000 euro, eller senkes til 10 000 euro. Av fortalen til forordningen avsnitt 74 følger det at en beslutning om å øke eller senke beløpsterskelen må være berettiget i lys av nasjonale markedsforhold.

3.7.3 Finanstilsynets vurdering

Finanstilsynet bemerker at beløpsterskelen må fastsettes ut fra en avveining mellom behovet for gjennomsiktighet med hensyn til transaksjoner foretatt av primærinnsidere og deres nærstående på den ene siden, og hensynet til at de meldepliktige unngår uforholdsmessige administrative byrder på den andre siden.

Det er første gang terskelen for meldepliktige transaksjoner har blitt hevet siden MAR ble vedtatt i 2014. Som et utgangspunkt er det derfor ikke unaturlig med en markant økning av terskelverdien.

Et argument for å senke terskelen til 10 000 euro, er at markedet ellers mister viktig informasjon. Finanstilsynet mener imidlertid at handler av denne størrelsen har begrenset betydning for markedet. På den annen side vurderer Finanstilsynet at en beløpsterskel på 50 000 euro vil være for høy til å gi markedet tilstrekkelig innsikt i primærinnsideres handler. I avveiningen mellom de ulike hensynene vurderer Finanstilsynet at beløpsterskelen bør settes til 20 000 euro.

Etter at MAR ble gjennomført i norsk rett 1. mars 2021, har Finanstilsynet fattet en rekke vedtak hvor det har blitt ilagt overtredelsesgebyr for brudd på meldeplikten for primærinnsidere eller deres nærstående. I flertallet av vedtakene var handelsbeløpet betydelig over tersklene i MAR. Finanstilsynet kan derfor ikke se at en økning av terskelbeløpet til 20 000 euro vil ha betydning for Finanstilsynets muligheter til å føre tilsyn med regelverket.

Finanstilsynet foreslår at beløpsterskelen på 20 000 euro i endringsforordningen legges til grunn i Norge. Etersom denne beløpsterskelen fremgår uttrykkelig av forordningen, vil det ikke være nødvendig å fastsette bestemmelser om dette i verdipapirloven eller -forskriften.

3.8 Handler i "lukkede" perioder

3.8.1 Gjeldende rett

Etter MAR artikkel 19 nr. 11 skal primærinnsidere ikke utføre transaksjoner i utsteders finansielle instrumenter i en periode på 30 kalenderdager før offentliggjøringen av finansiell rapportering som utstederen er forpliktet til å offentliggjøre i samsvar med reglene på handelsplassen eller nasjonal rett ("lukket periode").

I artikkel 19 nr. 12 er det oppstilt noen unntak fra forbudet mot handel i lukkede perioder. Utsteder kan tillate at primærinnsider handler innenfor perioden i disse tilfellene:

- a) i enkelttilfeller på grunn av ekstraordinære omstendigheter, for eksempel alvorlige finansielle problemer, som krever umiddelbart salg av aksjer, eller
- b) på grunn av særtrekkene ved den aktuelle handelen når det gjelder transaksjoner innenfor rammen av eller i forbindelse med en aksje- eller spareordning for ansatte, oppfyllelsen av aksjerelaterte vilkår eller rettigheter eller transaksjoner der den underliggende interessen i det berørte verdipapiret ikke endres.

3.8.2 Forventet EØS-rett

Fortalen til endringsforordningen avsnitt 75 viser til at unntakene i artikkel 19 nr. 12 gjelder ansattes aksjer, aksje- eller spareordninger samt vilkår eller rettigheter til aksjer. Unntaksbestemmelsen utvides for å sikre konsistens i regelverket på tvers av ulike aktivaklasser, Artikkel 19 nr. 12 bokstav a endres ved at unntaket i tillegg til aksjer også skal gjelde andre finansielle instrumenter enn aksjer. Nr. 12 bokstav b endres ved at unntaket for aksjer utvides til også å omfatte ordninger for ansatte som gjelder andre finansielle instrumenter enn aksjer, samt oppfyllelsen av aksjerelaterte vilkår eller rettigheter til andre finansielle instrumenter enn aksjer.

Fortalen til endringsforordningen avsnitt 76 viser til at visse transaksjoner eller aktiviteter utført av personen i sperret periode kan vedrøre ulike ordninger som har blitt inngått utenom en lukket periode. Disse transaksjonene eller aktivitetene kan også være utført av en uavhengig tredjepart under et diskresjonært kapitalforvaltningsmandat. Slike transaksjoner eller aktiviteter kan også være konsekvensen av selskapshendelser som ikke innebærer fordelaktig behandling av primærinnsidere. Videre kan disse transaksjonene være konsekvensen av aksept av arv, gaver og donasjoner, eller utøvelse av opsjoner, futures eller andre derivater som er avtalt utenfor den lukkede perioden. Å forby slike transaksjoner og aktiviteter i hele den lukkede perioden vil begrense primærinnsidernes frihet i overdrevet grad, da det ikke er noen risiko for at de vil dra nytte av noen informasjonsfordel. Forbudet mot å handle i lukkede perioder bør bare gjelde transaksjoner eller aktiviteter som er et resultat av primærinnsiderens bevisste investeringsaktivitet.

Endringsforordningen inntar et nytt nr. 12a i artikkel 19. Etter bestemmelsen kan utsteder tillate at primærinnsider hos utstederen handler for egen eller en tredjeparts regning i en lukket periode, i tilfeller der handelen ikke er relatert til aktive investeringsbeslutninger tatt av primærinnsideren, eller som utelukkende skyldes eksterne faktorer eller handlinger fra tredjeparter, eller som er transaksjoner eller handelsaktiviteter, inkludert utøvelse av derivater, basert på forhåndsbestemte vilkår.

3.8.3 Finanstilsynets bemerkninger

Reglene om "lukkede" perioder er fullharmoniserte. Reglene vil gjelde direkte fra inkorporasjonsbestemmelsens ikrafttredelse.

3.9 Tilbakekjøp av egne aksjer

3.9.1 Gjeldende rett

Artikkel 14 og 15 i MAR forbyr innsidehandel, ulovlig spredning av innsideinformasjon og markedsmanipulasjon. Det følger likevel av MAR artikkel 5 at forbudene ikke får anvendelse på handel med egne aksjer i tilbakekjøpsprogrammer dersom vilkårene i artikkel 5 nr. 1 til nr. 3 er oppfylt. For at tilbakekjøpsprogrammer skal omfattes av unntaket, må utsteder rapportere transaksjoner knyttet til tilbakekjøpsprogrammet, herunder informasjon som er angitt i artikkel 25 og 26 i forordning (EU) 600/2014 (MiFIR). Rapporteringen skal blant annet omfatte opplysninger om instrumentenes navn, antall, mengde, dato og tidspunkt for utførelsen av transaksjonen. Informasjonen skal rapporteres til alle tilsynsmyndigheter for handelsplassene. I tillegg skal handlene offentliggjøres til allmennheten.

Tilsynet med overholdelsen av vilkårene for tilbakekjøp etter MAR artikkel 5 og utfyllende forskrifter er lagt til Oslo Børs, jf. verdipapirforskriften § 17-1.

3.9.2 Forventet EØS-rett

Fortalen til endringsforordningen avsnitt 62 fremholder at kravene om rapportering knyttet til tilbakekjøpsprogrammer er for byrdefulle, og at det er nødvendig å forenkle rapporteringskravene. Artikkel 5 nr. 3 endres ved at utsteder bare skal rapportere

informasjon om transaksjoner omfattet av tilbakekjøpsprogrammet til myndigheten for det mest relevante markedet målt ved likviditeten i aksjene, jf. artikkel 26 nr. 1 i forordning (EU) 600/2014. Tilsynsmyndigheten for markedsplassen hvor aksjen har høyest likviditet skal videresende den ukentlige rapporten til andre tilsynsmyndigheter, men bare på forespørsel.

Videre endres artikkel 5 nr. 1 bokstav b slik at utsteder bare skal offentliggjøre aggregert informasjon. Det vil ikke være nødvendig å angi hver enkelt transaksjon som er gjennomført i rapporteringsperioden.

3.9.3 Finanstilsynets bemerkninger

Reglene om tilbakekjøp av egne aksjer er fullharmoniserte. Reglene vil gjelde direkte fra inkorporasjonsbestemmelsens ikrafttredelse.

3.10 Tilsynsmyndighetens kompetanse

3.10.1 Gjeldende rett

MAR artikkel 22 fastsetter at alle medlemsstater skal peke ut én enkelt nasjonal tilsynsmyndighet som skal føre tilsyn med overholdelsen av forordningen. Etter verdipapirhandelloven § 3-1 tredje ledd er Finanstilsynet nasjonal tilsynsmyndighet, og har stedlig tilsynsmyndighet etter MAR artikkel 22.

MAR artikkel 23 nr. 2 fastsetter at tilsynsmyndighetene skal ha visse minimumsbeføyelser til rådighet. For å kunne utføre sine oppgaver i henhold til MAR skal tilsynsmyndigheten, i samsvar med nasjonal rett, minst ha den tilsyns- og undersøkelsesmyndighet som er angitt i artikkel 23 nr. 2 bokstav a til m. Etter nr. 2 bokstav g skal tilsynsmyndigheten kunne kreve utlevert eksisterende opptak av telefonsamtaler, elektronisk kommunikasjon og opplysninger om datatrafikk som oppbevares av verdipapirforetak, kredittinstitusjoner eller finansinstitusjoner.

3.10.2 Forventet EØS-rett

Endringsforordningen endrer MAR artikkel 23 nr. 2 bokstav g ved at tilsynsmyndighetenes rett til å få utlevert opptak av telefonsamtaler, elektronisk kommunikasjon mv. utvides til også å gjelde overfor administratorer av referanseverdier og bidragsyttere til en referanseverdi.

3.10.3 Finanstilsynets bemerkninger

Verdipapirhandelloven § 19-3 inneholder regler om opplysningsplikt ved mistanke om overtredelse av verdipapirhandelloven. Det følger av § 19-3 første ledd at dersom Finanstilsynet har mistanke om overtredelse av lovens kapittel 3 (som gjennomfører MAR i norsk rett) eller forskrifter for å utfylle disse bestemmelsene, kan "enhver" pålegges å gi de opplysninger Finanstilsynet krever, herunder å fremlegge dokumenter, elektronisk lagret informasjon og utskrift fra lagringsmedium.

Finanstilsynet bemerker at verdipapirhandelloven § 19-3 gir Finanstilsynet myndighet til å innhente dokumentasjon som omhandlet i MAR artikkel 23 nr. 2 bokstav g, slik at lovendring ikke er nødvendig.

3.11 Samarbeid med andre tilsynsmyndigheter

3.11.1 Gjeldende rett

Etter MAR artikkel 25 nr. 1 skal nasjonale tilsynsmyndigheter samarbeide med hverandre og med ESMA når det er nødvendig for MARs formål. Nasjonale tilsynsmyndigheter skal biståtilsynsmyndigheter i andre medlemsstater og ESMA. De skal særlig utveksle opplysninger uten unødig opphold og samarbeide om undersøkelse, tilsyn og håndheving. Det følger av tilpasningsteksten til MAR i EØS-avtalen Vedlegg IX pkt. 29 a) at ordene "eller",

der det er relevant, EFTAs overvåkingsorgan" tilføyes etter "ESMA" i artikkel 25 nr. 1 første ledd.

Etter artikkel 25 nr. 2 kan tilsynsmyndigheten bare nekte å etterkomme en anmodning om opplysninger eller en anmodning om å samarbeide om en undersøkelse under særlige omstendigheter som er angitt i artikkel 25 nr. 2 bokstav a til d.

3.11.2 Forventet EØS-rett

Endringsforordningen inntar et nytt nr. 1a i artikkel 25. Bestemmelsen fastsetter at ESMA, på anmodning fra minst én nasjonal tilsynsmyndighet, skal legge til rette for og koordinere samarbeid og utveksling av informasjon mellom nasjonale tilsynsmyndigheter og tilsynsmyndigheter i andre medlemsstater og tredjestater. Når det er berettiget ut fra sakens karakter, og etter anmodning fra nasjonal tilsynsmyndighet, skal ESMA bidra i etterforskningen av saken.

3.11.3 Finanstilsynets bemerkninger

Finanstilsynet legger til grunn at det i forbindelse med inkorporering av endringsforordningen i EØS-avtalen vurderes om ESMA's myndighet etter artikkel 25 nytt nr. 1a innebærer en form for myndighetsoverføring som innebærer at det i bestemmelsen må refereres til EFTAs overvåkingsorgan. Slik myndighetsoverføring ble beskrevet i Prop. 100 S (2015–2016) i forbindelse med innlemmelse av blant annet ESMA-forordningen i EØS-avtalen.

3.12 Samarbeidsplattformer

3.12.1 Gjeldende rett

MAR inneholder ingen bestemmelser om samarbeidsplattformer.

3.12.2 Forventet EØS-rett

Fortalen til endringsforordningen avsnitt 77 viser til at økt integrasjon av markeder øker risikoen for grensekryssende markedsmissbruk. For å beskytte markedets integritet, bør kompetente myndigheter samarbeide raskt og rettidig, også med ESMA.

Endringsforordningen inntar en ny artikkel 25b om samarbeidsplattformer. Etter den nye bestemmelsen kan ESMA, på forespørsel fra en eller flere nasjonale tilsynsmyndigheter, etablere og koordinere en samarbeidsplattform dersom det er alvorlige bekymringer for markedets integritet eller betryggende virkemåte. På forespørsel fra ESMA, skal relevante nasjonale tilsynsmyndigheter gi all nødvendig informasjon på en rettidig måte. Det følger av ny artikkel 25b nr. 3 at dersom to eller flere vedkommende myndigheter i en samarbeidsplattform er uenige om prosedyren eller innholdet i en handling som skal iverksettes, eller manglende handling, kan ESMA, på forespørsel fra en tilsynsmyndighet, bistå tilsynsmyndighetene med å oppnå en avtale i samsvar med artikkel 19 nr. 1 første ledd i forordning (EU) nr. 1095/2010 (ESMA-forordningen). Videre kan ESMA, på forespørsel fra en eller flere tilsynsmyndigheter, koordinere stedlige tilsyn. Tilsynsmyndigheten i hjemstaten og andre relevante tilsynsmyndigheter kan invitere ESMA til å delta i stedlige tilsyn. På initiativ fra en eller flere nasjonale tilsynsmyndigheter kan ESMA også etablere en felles samarbeidsplattform med ACER og myndigheter som overvåker engros-markeder, når slike bekymringer påvirker både finans- og spotmarkeder.

3.12.3 Finanstilsynets vurdering

Finanstilsynet legger til grunn at det i forbindelse med inkorporering av endringsforordningen i EØS-avtalen vurderes om ESMA's myndighet etter ny artikkel 25b innebærer en form for myndighetsoverføring som innebærer at det i bestemmelsen må refereres til EFTAs overvåkingsorgan. Slik myndighetsoverføring ble beskrevet i Prop. 100 S (2015–2016) i forbindelse med innlemmelse av blant annet ESMA-forordningen i EØS-avtalen.

3.13 Mekanisme for utveksling av ordrebokinformasjon

3.13.1 Gjeldende rett

MAR artikkel 25 gir regler om samarbeid mellom nasjonale tilsynsmyndigheter og med ESMA. Etter artikkel 25 nr. 1 skal tilsynsmyndigheter utveksle opplysninger uten unødig opphold og samarbeide om undersøkelse, tilsyn og håndheving.

3.13.2 Forventet EØS-rett

Fortalen til endringsforordningen avsnitt 78 viser til at overvåking av ordredata er avgjørende for overvåking av aktiviteter på markedet. Tilsynsmyndigheter bør derfor ha enkel tilgang til de dataene de trenger for sin tilsynsvirksomhet. Noen av disse dataene gjelder instrumenter som omsettes på en handelsplass i en annen medlemsstat. For å øke effektiviteten av tilsyn, bør tilsynsmyndigheter i henhold til fortalen, sette opp en mekanisme for kontinuerlig utveksling av ordredata. For å sikre at omfanget av den mekanismen for utveksling av ordredata er proporsjonal med bruken, bør bare myndigheter som fører tilsyn med markeder med et betydelig grad av grensekryssende aktivitet ha plikt til å delta i mekanismen. Dersom tilsynsmyndigheter ønsker å delta i mekanismen på frivillig basis, må medlemsstatene til de aktuelle tilsynsmyndighetene følge de samme bestemmelsene og bidra til finansieringen av mekanismen. I henhold til fortalen har ESMA demonstrert sin ekspertise i å sette opp mekanismer for datautveksling, bør deltakende tilsynsmyndigheter kunne sette opp den nye mekanismen gjennom å delegerer prosjektutviklingen til ESMA.

Endringsforordningen inntar en ny artikkel 25a i MAR om mekanisme for utveksling av ordredata. Etter ny artikkel nr. 25 nr. 1 skal tilsynsmyndigheter som fører tilsyn med handelsplasser med en betydelig grad av grensekryssende aktivitet, etablere en mekanisme for kontinuerlig og rettidig utveksling av ordredata. Tilsynsmyndighetene kan delegerer utviklingen av mekanismen til ESMA.

Mekanismen for utveksling av ordredata skal først gjelde for aksjer, før den utvides til obligasjoner og futures. For å sikre at mekanismen for utveksling av ordredata gjenspeiler utviklingen i finansmarkedene samt tilsynsmyndigheters kapasitet til å behandle nye data, gis kommisjonen fullmakt til å utvide omfanget til mekanismen til ytterligere finansielle instrumenter hvis ordredata kan utveksles gjennom mekanismen.

Ny artikkel 25 nr. 1 annet ledd fastsetter frister for tilsynsmyndigheter som mottar forespørsel om data. Tilsynsmyndigheten skal be den relevante handelsplassen om å få utlevert data senest innen fire virkedager. Tilsynsmyndigheten skal gjøre opplysningene tilgjengelig for myndigheten som har sendt forespørselen innen nærmere fastsatte frister.

Etter ny artikkel 25 nr. 2 skal relevante handelsplasser etablere og opprettholde hensiktsmessige systemer og rutiner for å kunne utveksle data i henhold til reglene innen 18 måneder fra ikrafttreddelsen av endringsforordningen.

Etter ny artikkel 25 nr. 5 kan en medlemsstat beslutte at den nasjonale tilsynsmyndigheten kan delta i mekanismen selv om ingen av handelsplassene under tilsyn har en betydelig grad av grenseoverskridende myndighet. Beslutningen skal sendes ESMA, som skal offentliggjøre den på sine nettsider. En eventuell beslutning om å delta i mekanismen medfører at medlemsstaten og tilsynsmyndigheten må følge reglene i ny artikkel 25b.

Etter ny artikkel 25 nr. 6 skal det utarbeides kommisjonsforordninger med operasjonelle systemer og prosedyrer for å sikre rask overføring av informasjon mellom tilsynsmyndigheter og fastsette formater og tidsfrister for å gjøre opplysninger tilgjengelige for tilsynsmyndigheter som har forespurt data.

Etter ny artikkel 25 nr. 7 skal det utarbeides kommisjonsforordninger for å fastsette en liste over handelsplasser som har en betydelig grad av grensekryssende virksomhet ved minst å ta hensyn til momentene nedenfor, for hver klasse av finansielle instrumenter:

- a) Handelsvolumet på handelsplassen og
- b) Handelsvolumet på det mest relevante markedet i henhold til artikkel 26 i forordning (EU) nr. 600/2014 sammenlignet med handelsvolumet på handelsplassen

Vilkårene i bokstav a og b er nærmere utdypet i nr. 7 annet ledd. Med hensyn til aksjer skal vilkåret i bokstav a forstås som omsetning i aksjer på aggregert nivå på handelsplassen og skal ikke utgjøre under 100 milliarder euro per år de siste fire år. Vilkåret i bokstav b defineres som handelsplasser med en grenseoverskridende aktivitet på over 50 %, definert som forholdet mellom omsetning av aksjer der det mest relevante markedet er forskjellig fra handelsplassen, i forhold til den totale omsetningen av alle aksjer som handles på handelsplassen i løpet av et år.

For å tilrettelegge for behandling av ordredodata hos tilsynsmyndigheter, harmoniseres formatet til ordredodata gjennom endringer i MiFIR. Endringene behandles i kapittel 4.

3.13.3 Finanstilsynets bemerkninger

Som nevnt gis Kommisjonen myndighet til å fastsette kommisjonsforordning for å fastsette en liste over handelsplasser som har en betydelig grad av grensekryssende virksomhet som dermed medfører at tilsynsmyndigheten vil ha plikt til å slutte seg til mekanismen som omhandles i ny artikkel 25a. En slik rettsakt er foreløpig ikke fastsatt. ESMA har publisert et høringsdokument¹³, hvor ESMA vurderer at det er fire handelsplasser som har en betydelig grad av grensekryssende virksomhet, henholdsvis to handelsplasser under tilsyn i Frankrike og to under tilsyn i Nederland (kapittel 4.3).

3.14 Sanksjoner og administrative tiltak

3.14.1 Gjeldende rett

3.14.1.1 Administrative tiltak og sanksjoner

Etter MAR artikkel 30 nr. 1 bokstav a skal medlemsstatene påse at tilsynsmyndigheten har myndighet til å ilegge hensiktsmessige administrative sanksjoner og iverksette andre administrative tiltak i samsvar med nasjonal rett, i det minste ved følgende overtredelser:

Artikkel 14 (forbud mot innsidehandel og ulovlig spredning av innsideinformasjon), artikkel 15 (forbud mot markedsmanipulasjon), artikkel 16 nr. 1 og 2 (forebygging og avdekking av markedsmissbruk), artikkel 17 nr. 1, 2, 4, 5 og 8 (offentliggjøring av innsideinformasjon), artikkel 18 nr. 1–6 (innsidelister), artikkel 19 nr. 1, 2, 3, 5, 6, 7 og 11 (transaksjoner utført av primærinnsidere) og artikkel 20 nr. 1 (investeringsanbefalinger).

Av artikkel 30 nr. 2 følger det minimumskrav til administrative tiltak og sanksjoner som medlemsstatene, i samsvar med nasjonal rett, skal påse at

Administrative tiltak og sanksjoner omfatter blant annet følgende:

- e) Et midlertidig forbud mot å utøve ledelsesfunksjoner i verdipapirforetak, for personer med ledelsesansvar hos et verdipapirforetak og andre fysiske personer som holdes ansvarlige for overtredelsen.
- f) Ved gjentatte overtredelser av artikkel 14 eller 15, et permanent forbud mot å utøve ledelsesfunksjoner i verdipapirforetak for personer med ledelsesansvar hos et verdipapirforetak og andre fysiske personer som holdes ansvarlige for overtredelsen.

¹³ https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-12/ESMA74-1103241886-1086_Consultation_Paper_technical_advice_concerning_MAR_and_MiFID_II_SME_GM.pdf

- g) Et midlertidig forbud mot å handle for egen regning, for personer med ledelsesansvar hos et verdipapirforetak og andre fysiske personer som holdes ansvarlige for overtredelsen.

Finanstilsynets myndighet til å ilegge administrative tiltak og sanksjoner som nevnt i artikkel 30 nr. 2 bokstav e til g følger av verdipapirhandelloven. EØS-reglene skiller ikke klart mellom *administrative sanksjoner* og *andre forvaltningstiltak* ved lovbrudd. De fleste EØS-regelverkene angir reaksjonene samlet, som minimumsreaksjoner nasjonale tilsynsmyndigheter skal ha til rådighet ved overtredelser av regelverket. EØS-reglene legger på denne måten opp til at nasjonale regler utformes i tråd med nasjonal rettstradisjon. I norsk rett og etter EMK er det nødvendig å skille mellom henholdsvis administrative sanksjoner og andre forvaltningstiltak. I verdipapirhandelloven er reglene om administrative forvaltningstiltak gitt i kapittel 19, men regler om administrative sanksjoner er gitt i kapittel 21. Når det gjelder den nærmere bakgrunn for utforming av bestemmelsene viser Finanstilsynet til Prop 96 (2018-2019) kapittel 7 hvor Finansdepartementet foretok en samlet vurdering av tilsyns- og sanksjonsbestemmelsene i en rekke EØS-regelverk på verdipapirirområdet.

Etter verdipapirhandelloven § 19-8 første ledd kan Finanstilsynet fatte vedtak om at styremedlem, andre tillitsvalgte eller ansatte i foretak under tilsyn ikke kan ha ledelsesfunksjon i et foretak som må ha tillatelse til å drive virksomhet etter loven, dersom overtredelse av bestemmelser gitt eller i medhold av verdipapirhandelloven, medfører at vedkommende må anses uskikket til å ha slik ledelsesfunksjon i foretaket.

Verdipapirhandelloven § 21-12 gir Finanstilsynet myndighet til å fatte vedtak om at ansatte i verdipapirforetak, ved forsettlig eller uaktsom overtredelse av MAR artikkel 14 c og artikkel 15 til 20 samt forskrifter til utfylling av disse bestemmelsene, ikke skal kunne utføre handel for egen regning i nærmere angitte finansielle instrumenter eller på nærmere angitte markeder. Det følger av bestemmelsens annet ledd at Finanstilsynet etter søknad kan gjøre unntak fra forbudet for nærmere bestemte handler. Etter tredje ledd første punktum foreldes adgangen til å ilegge forbud to år etter at overtredelsen er opphørt.

3.14.1.2 Særskilt om overtredelsesgebyr

Artikkel 30 nr. 2 bokstav i og j fastsetter minste maksimumsbeløp på administrative overtredelsesgebyrer for henholdsvis fysiske og juridiske personer.

Etter artikkel 30 nr. 2 bokstav j skal administrative overtredelsesgebyr for juridiske personer minst ha et maksimumsbeløp på:

- i) 15 millioner euro eller 15 prosent av den juridiske personens samlede årsomsetning i henhold til det siste tilgjengelige regnskapet godkjent av ledelsesorganet, for overtredelse av artikkel 14 og 15, eller i medlemsstater som ikke har euro som valuta, den tilsvarende verdien i nasjonal valuta per 2. juli 2014,
- ii) 2,5 millioner euro eller 2 prosent av samlet årsomsetning i henhold til det siste tilgjengelige regnskapet godkjent av ledelsesorganet, for overtredelse av artikkel 16 og 17, eller i medlemsstater som ikke har euro som valuta, den tilsvarende verdien i nasjonal valuta per 2. juli 2014, og
- iii) 1 million euro for overtredelse av artikkel 18, 19 og 20, eller i medlemsstater som ikke har euro som valuta, den tilsvarende verdien i nasjonal valuta per 2. juli 2014.

Det følger av artikkel 30 nr. 3 at medlemsstatene kan fastsette strengere reaksjoner enn de som er angitt i artikkel 30 nr. 2.

Videre følger det av artikkel 31 nr. 1 at medlemsstatene skal påse at tilsynsmyndigheten ved fastsettelse av typen av og nivået på administrative tiltak og sanksjoner, tar hensyn til alle relevante omstendigheter, herunder eventuelt:

- a) overtredelsens grovhet og varighet,

- b) graden av ansvar hos personen som er ansvarlig for overtredelsen,
- c) den finansielle styrken til personen som er ansvarlig for overtredelsen, slik den framgår for eksempel av en juridisk persons samlede omsetning eller av en fysisk persons årsinntekt,
- d) størrelsen på fortjenesten som er oppnådd, eller tapet som er unngått av personen som er ansvarlig for overtredelsen, i den grad dette kan fastslås,
- e) viljen hos personen som er ansvarlig for overtredelsen, til å samarbeide med vedkommende myndighet, uten at det påvirker hensynet til å sikre tilbakebetaling av denne persons oppnådde fortjeneste eller unngåtte tap,
- f) tidligere overtredelser begått av personen som er ansvarlig for overtredelsen, og
- g) tiltak som personen som er ansvarlig for overtredelsen, har truffet for å forhindre at den gjentas.

Verdipapirhandelloven kapittel 21 inneholder regler som gir Finanstilsynet myndighet til å ilegge overtredelsesgebyr. Etter § 21-1 første ledd kan Finanstilsynet ilegge overtredelsesgebyr ved overtredelse av MAR artikkel 14 c samt 15 til 20. Regler om maksimumsbeløp følger av § 21-1 annet til tredje ledd.

Etter § 21-1 tredje ledd kan det for juridiske personer fastsettes overtredelsesgebyr på inntil

- 127 millioner kroner, eller opptil 15 prosent av den samlede årsumsetningen etter siste godkjente årsregnskap, ved overtredelse av artikkel 14 c og artikkel 15,
- 22 millioner kroner, eller opptil 2 prosent av den samlede årsumsetningen i henhold til siste godkjente årsregnskap, ved overtredelse av artikkel 16 og artikkel 17.
- 9 millioner kroner ved overtredelse av artikkel 18 til 20.

Når det gjelder ulike omstendigheter som kan vektlegges i vurderingen av om det skal ilegges overtredelsesgebyr og gebyrets størrelse, følger dette av verdipapirhandelloven § 21-14 og forvaltningsloven § 46.

3.14.2 Forventet EØS-rett

3.14.2.1 Administrative tiltak og sanksjoner

Endringsforordningen endrer bestemmelsene om administrative tiltak i artikkel 30 nr. 2 ved at bestemmelsene i bokstav e til g om forbud mot ledelsesfunksjoner og handleforbud utvides til å gjelde for administratorer av referanseindekser og bidragsyttere til en referanseverdi.

Videre endres nr. 2 bokstav f slik at adgangen til å ilegge et permanent forbud erstattes med adgang til å ilegge forbud på inntil 10 år.

3.14.2.2 Særskilt om overtredelsesgebyr

Endringsforordningen endrer reglene om administrative overtredelsesgebyr for juridiske personer i MAR artikkel 30 nr. 2 bokstav j.

Fortalen til endringsforordningen avsnitt 80 fremholder at for å unngå en overdreven byrde for foretak, bør størrelsen på overtredelsesgebyr ved overtredelser av artikkel 17 til 19 begått av juridiske personer stå, i forhold til størrelsen på foretaket. Artikkel 30 nr. 2 bokstav j fastsetter maksimumsbeløp for overtredelsesgebyr som kan ilegges av nasjonale myndigheter ved overtredelse av MAR artikkel 17 til 19. For å sikre forholdsmessigheten, legges det opp til at gebyr for overtredelse av disse bestemmelsene som hovedregel skal fastsettes basert på foretakets samlede årlige omsetning. Medlemsstatene skal likevel sikre at tilsynsmyndigheten kan øke overtredelsesgebyret opp til et nasjonalt fastsatt maksimumsbeløp, i tilfeller der tilsynsmyndigheten finner at maksimalt gebyr basert på total årlig omsetning, blir uforholdsmessig lavt i lys av momentene angitt i artikkel 31.

Bestemmelsene i nr. 2 bokstav j punkt i) om overtredelsesgebyr ved brudd på MAR artikkel 14-16 videreføres. Bestemmelsen i nr. 2 bokstav j punkt iii) om maksimumsbeløp på minst 1 million euro for brudd på artikkel 20 videreføres i nr. 2 bokstav j nytt punkt v), men gebyret kan alternativt fastsettes som opptil 0,8 % av samlet årsomsetning.

Med hensyn til overtredelsesgebyr ved brudd på MAR artikkel 17 til 19, endres utmålingsreglene ved at overtredelsesgebyr som hovedregel skal beregnes som en del av årsomsetningen. Som omtalt ovenfor, skal imidlertid nasjonale myndigheter sikre at tilsynsmyndigheten kan fastsette et gebyr opp til et nasjonalt fastsatt maksimumsbeløp, dersom maksimalt gebyr basert på total årlig omsetning, blir uforholdsmessig lavt i lys av momentene angitt i artikkel 31. Dette følger av MAR artikkel 30 nr. 2 endret punkt iii) og nytt punkt iv).

For brudd på overtredelsesgebyr ved brudd på MAR artikkel 17 skal maksimalt gebyr utgjøre 2 % av samlet årsomsetning. Overtredelsesgebyr beregnet som et maksimumsbeløp er angitt til minst 2,5 millioner euro. For SMB er maksimumsbeløpet angitt til 1 million euro, eller tilsvarende verdi i nasjonal valuta per 2. juli 2014 (i begge tilfeller).

For brudd på MAR artikkel 18 og 19 skal maksimalt gebyr utgjøre 0,8 % av samlet årsomsetning. Overtredelsesgebyr beregnet som et maksimumsbeløp er angitt til minst 1 million euro. For SMB er maksimumsbeløpet angitt til 400 000 euro, eller tilsvarende verdi i nasjonal valuta per 2. juli 2014 (i begge tilfeller).

Det inntas en definisjon av små og mellomstore foretak i artikkel 30 nr. 4, hvor det henvises til definisjonen i artikkel 2 i vedlegg til Kommisjonsanbefaling 2003/361/EC. Etter denne definisjonen anses "små og mellomstore" som foretak som har et gjennomsnittlig antall ansatte på færre enn 250 årsverk, og som oppfyller minst ett av følgende to kriterier: balansesum som ikke overstiger 43 millioner euro, og netto omsetning som ikke overstiger 50 millioner euro.

MAR artikkel 31 nr. 1 endres ved at listen over relevante omstendigheter utvides med en ny omstendighet. Etter artikkel 31 nr. 1 bokstav h skal det tas hensyn til ulempen for den ansvarlige for overtredelsen som følge av at duplisering av straffesaker og administrative prosesser og sanksjoner for den samme handlingen.

3.14.3 Finanstilsynets vurdering

3.14.3.1 Administrative tiltak og sanksjoner

Endringene i MAR artikkel 31 nr. 2 bokstav e til g om at reglene også skal gjelde administratorer og bidragsyttere, krever tilpasninger i referanseverdiloven.

Lov 4. desember 2015 nr. 95 om fastsettelse av finansielle referanseverdier (referanseverdiloven) § 10 gir Finanstilsynet myndighet til å fatte vedtak om at styremedlem, andre tillitsvalgte eller ansatte i foretak under tilsyn ikke kan ha ledelsesfunksjon i administrator som nevnt i lovens § 2 eller bidragsyttere under tilsyn, dersom overtredelse av bestemmelser gitt i medhold av referanseverdiloven, medfører at vedkommende må anses uskikket til å ha ledelsesfunksjon i foretaket. Bestemmelsen er utformet i tråd med verdipapirhandelloven § 19-8, som gir Finanstilsynet adgang til å ilegge forbud mot å ha ledelsesfunksjoner i foretak som krever tillatelse etter verdipapirhandelloven ved brudd på verdipapirhandelloven eller forskrifter gitt med hjemmel i loven.

Bestemmelsen om forbud mot ledelsesfunksjoner i § 10 gjelder ved overtredelser av referanseverdiloven med forskrifter. Finanstilsynet foreslår et nytt § 10 annet ledd om at bestemmelsens første ledd skal gjelde tilsvarende ved overtredelse av bestemmelsene gitt i eller i medhold i markedsmissbruksforordningen artikkel 14 til 20, jf. verdipapirhandelloven § 3-1.

Når det gjelder endringen i artikkel 30 nr. 2 bokstav f om det ved gjentatte overtredelser av MAR artikkel 14 eller 15 skal kunne ilegges forbud mot å ha ledelsesfunksjoner i inntil ti år,

har Finanstilsynet adgang til å fatte vedtak med slikt innhold etter verdipapirhandelloven § 19-8. Finanstilsynet foreslår derfor ikke lovendringer på dette punktet.

Referanseverdiloven har ikke regler om at Finanstilsynet kan fatte vedtak om at ansatte i administrator eller bidragsyttere ikke kan utføre handel for egen regning ved forsettlig eller uaktsom overtredelse av MAR. Etter mønster fra verdipapirhandelloven § 21-12 foreslår Finanstilsynet at det inntas en ny bestemmelse i referanseverdiloven om midlertidig forbud mot å foreta egenhandel i finansielle instrumenter dersom ansatte i administrator eller bidragsyttere under tilsyn forsettlig eller uaktsomt overtrer bestemmelsene gitt i eller i medhold av markedsmisbruksforordningen artikkel 14 til 20, jf. verdipapirhandelloven § 3-1. Bestemmelsen gjennomfører endringene i artikkel 30 nr. 2 bokstav g.

3.14.3.2 Overtredelsesgebyrer

For det nye utmålingsmomentet i MAR artikkel 31 bokstav h, viser Finanstilsynet til at verdipapirhandelloven § 21-14 gjennomfører MAR artikkel 31 og en rekke lignende bestemmelser, blant annet i MiFID II og prospektforordningen. Bestemmelsen angir momenter som kan vektlegges ved vurderingen av om en administrativ sanksjon skal ilegges, og ved utmåling av administrative gebyrer. Listen over momenter er ikke uttømmende, jf. at Finanstilsynet "kan" vektlegge momentene i vurderingen. Bestemmelsen suppleres av forvaltningsloven § 46, som inneholder til dels overlappende momenter. Heller ikke forvaltningsloven § 46 er uttømmende. På denne bakgrunn mener Finanstilsynet at det ikke er nødvendig å endre bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 21-14 for å gjennomføre artikkel 31 nr. 2 bokstav h. Ettersom MAR er en forordning, gjelder bestemmelsen direkte ved siden av gjeldende bestemmelser.

I tråd med reglene i endringsforordningen foreslår Finanstilsynet endringer i verdipapirhandelloven § 21-1, slik at utgangspunktet ved utmåling av gebyr ved overtredelse av MAR artikkel 17 til 19 er at overtredelsesgebyret fastsettes som en prosent av årsomsetningen. Dersom Finanstilsynet finner at en fastsettelse av gebyret etter denne metoden medfører at gebyret blir uforholdsmessig lavt etter momenter angitt i § 21-14, kan det ilegges overtredelsesgebyr som et absolutt beløp.

Finanstilsynet foreslår at maksimumsbeløpene i endringsforordningen legges til grunn i verdipapirhandelloven. Dette er i tråd med den generelle tilnærmingen som ble valgt da MAR ble gjennomført i norsk rett i 2021. Maksimumsbeløpene som følger av endringsforordningen, vil gi Finanstilsynet et tilstrekkelig handlingsrom med hensyn til utmåling av overtredelsesgebyr. Maksimumsgebyret foreslås fastsatt med en kurs for veksling fra euro på vedtakelsestidspunktet for MAR, slik MAR artikkel 30 legger opp til, rundet opp til nærmeste million.

Finanstilsynet foreslår at § 21-1 tredje ledd endres for å reflektere endringene i MAR artikkel 30 nr. 2 bokstav j punkt iii) til v). Finanstilsynet viser til forslaget til endret § 21-1 tredje ledd.

Bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 21-1 fjerde ledd om at overtredelsesgebyret kan fastsettes til inntil tre ganger oppnådd fortjeneste eller unngått tap som følge av overtredelsen dersom dette gir høyere gebyr enn utmålingen etter tredje ledd, vil gjelde også for overtredelser av MAR artikkel 17-19 etter gjennomføring av endringsforordningen.

3.15 Suspensjon av finansielle instrumenter fra handel

3.15.1 Gjeldende rett

Verdipapirmarkedsdirektivet (MiFID II) artikkel 52 inneholder regler om markedsoperatørens adgang til å beslutte suspensjon eller strykning av finansielle instrumenter fra handel på regulert marked. Tilsvarende regler for suspensjon og strykning fra handel på multilateral handelsfasilitet følger av artikkel 32. I norsk rett er bestemmelsene gjennomført i § 12-3 og § 9-30 i verdipapirhandelloven.

Etter MiFID II artikkel 69 nr. 2 skal tilsynsmyndigheten ha myndighet til å kreve suspensjon av handel med et finansielt instrument (bokstav m) og til å kreve at et finansielt instrument fjernes fra handel, enten på et regulert marked eller gjennom andre handelssystemer (bokstav n).

Etter verdipapirhandelloven § 12-3 første ledd første punktum kan markedsoperatøren for regulert marked (i Norge Oslo Børs og Euronext Expand) suspendere eller stryke et finansielt instrument fra handel på det regulerte markedet hvis det ikke lenger tilfredsstillende det regulerte markedets vilkår. Hva som utgjør "*det regulerte markedets vilkår*" er ikke nærmere utdypet i § 12-3. Eksempler på hva som kan utgjøre grunnlag for suspensjon eller strykning er nevnt i § 12-3 fjerde ledd, hvor det fremgår at Finanstilsynet skal kreve at andre handelsplasser som handler det aktuelle finansielle instrumentet, suspenderer eller stryker instrumentet fra handel dersom beslutningen om suspensjon eller strykning er begrunnet i "*overtakelsestilbud, mistanke om markedsmissbruk eller manglende offentliggjøring av innsideinformasjon om utstederen eller det finansielle instrumentet i strid med artikkel 7 og 17 i markedsmissbruksforordningen...*"

Etter § 12-3 femte ledd kan Finanstilsynet beslutte at markedsoperatøren skal suspendere eller stryke et finansielt instrument på et regulert marked hvis det ikke lenger tilfredsstillende "*vilkårene for opptak til handel*".

Verdipapirhandelloven § 9-30 inneholder tilsvarende regler for suspensjon og strykning av finansielle instrumenter som er tatt opp til handel på multilateral handelsfasilitet (i Norge Euronext Growth).

3.15.2 Finanstilsynets vurdering

Per i dag er tilsynet med den løpende informasjonsplikten og utsatt offentliggjøring i MAR artikkel 17 lagt til markedsoperatøren for regulert marked og multilateral handelsfasilitet (Oslo Børs), jf. verdipapirforskriften § 17-1. Stortinget har besluttet at denne oppgaven skal overføres til Finanstilsynet. Dette forventes gjort i nær fremtid. Bakgrunnen for overføringen av myndigheten til Finanstilsynet er behandlet i Prop. 74 LS (2023-2024).

Oslo Børs har etter §§ 9-30 og 12-3 adgang til å suspendere eller stryke et finansielt instrument fra handelsplassen dersom børsen har mistanke om brudd på reglene om løpende informasjonsplikt i MAR artikkel 17.

Etter de samme bestemmelsene har Finanstilsynet myndighet til å beslutte suspensjon eller strykning av et finansielt instrument. Myndigheten er likevel begrenset til tilfeller der det finansielle instrumentet ikke lenger tilfredsstillende "*vilkårene for opptak til handel*". Dette omfatter ikke mistanke om brudd på informasjonsplikten.

Det kan tenkes tilfeller der Finanstilsynet vil få informasjon om et mulig brudd på informasjonsplikten *mens den mulige overtredelsen fortsatt pågår*.

Suspensjon vil kunne være aktuelt i tilfeller der tilsynsmyndigheten anser det som skadelig for markedets integritet at et finansielt instrument handles på en handelsplass når det foreligger mistanke om brudd på informasjonsplikten, og hvor andre virkemidler for å få utsteder til å offentliggjøre informasjonen (f.eks. å anmode utsteder om å informere markedet eller å vedta pålegg overfor utsteder om offentliggjøring av innsideinformasjon) ikke følges opp eller ikke er aktuelle på grunn av tidspress.

Etter det Finanstilsynet kjenner til, har Oslo Børs benyttet denne suspensjonsadgangen ved noen få anledninger. Finanstilsynet vurderer derfor at myndigheten primært vil tjene som en sikkerhetsventil. Finanstilsynet foreslår ikke at tilsynet skal gis myndighet til å beslutte at Oslo Børs skal stryke et finansielt instrument fra handel. Dette er en mer inngripende beslutning for utsteder enn suspensjon. Ut fra de formål som tilsier at Finanstilsynet ovenfor anser Finanstilsynet at det er tilstrekkelig at myndigheten omfatter adgang til suspensjon.

Finanstilsynet foreslår endringer i verdipapirhandelloven §§ 9-30 og 12-3 slik at Finanstilsynet kan beslutte at markedsoperatøren skal suspendere et finansielt instrument dersom det foreligger mistanke om brudd på offentliggjøringsplikten etter MAR artikkel 17.

4 Endringer i forordningen om markedet for finansielle instrumenter (MiFIR)

4.1.1 Gjeldende rett

Forordning 600/2014 om markeder for finansielle instrumenter (heretter MiFIR) artikkel 25 nr. 2 og nr. 3 regulerer plikten til å oppbevare ordreopplysninger om finansielle instrumenter for en operatør av en handelsplass.

MiFIRs bestemmelser om plikt til å oppbevare ordreopplysninger er allerede endret ved forordning 2024/791. I NOU 2024:16 foreslo Verdipapirlovutvalget endringer til gjennomføring av denne forordningen. Forordningen er foreløpig ikke tatt inn i norsk rett. Omtalen av bestemmelser i MiFIR nedenfor, gjelder *MiFIR slik forordningen nå er gjennomført i norsk rett*, og ikke MiFIR slik bestemmelsene er endret ved forordning 2024/791.

MiFIR artikkel 25 nr. 2 pålegger operatøren av en handelsplass å stille til rådighet for Finanstilsynet relevante opplysninger om alle ordre som gjelder finansielle instrumenter og som vises i deres systemer. Registrene skal inneholde de relevante opplysningene som kjennetegner ordren, herunder opplysninger som knyttet til den eller de utførte transaksjonene fra ordren og som skal rapporteres i henhold til MiFIR artikkel 26 nr. 1 og nr. 3.

Etter artikkel 25 nr. 3 kan det fastsettes kommisjonsforordninger for å angi hvilke ordreopplysninger som skal oppbevares og fastsette detaljene og formatet som ordreopplysningene skal ha og krav til innholdet av disse.

MiFIR er gjennomført i norsk rett ved inkorporasjon, jf. verdipapirhandelloven § 8-1.

4.1.2 Forventet EØS-rett

Endringsforordningen medfører enkelte mindre endringer i MiFIR. Endringene har sammenheng med endringene i MAR om etablering av ny mekanisme for ordrebokinformasjon, se kapittel 3.13.

Artikkel 25 nr. 2 endres slik at operatøren av en markeds plass plikter å gjøre relevante opplysninger om alle ordrer som gjelder finansielle instrumenter tilgjengelig for Finanstilsynet i minst 5 år. Opplysningene skal ha et maskinlesbart format og det skal brukes en felles mal. Finanstilsynet kan forløpende kreve å få disse opplysningene utlevert. Opplysningene skal inneholde det som kjennetegner ordrene og detaljene skal innberettes i samsvar med det som fremgår av artikkel 26 nr. 1 og 3.

Videre fastsetter artikkel 25 nr. 3 at det skal utarbeides kommisjonsforordning om opplysningenes detaljer og format innen september 2025.

4.1.3 Finanstilsynets bemerkninger

Finanstilsynet foreslår at endringsforordningen som behandles i denne utredningen, inkorporeres i verdipapirhandelloven § 8-1. Reglene er fullharmonisert og vil gjelde direkte fra inkorporasjonsbestemmelsens ikrafttredelse.

5 Administrative og økonomiske konsekvenser

5.1 Innledende bemerkninger

Hovedformålet med Listing Act er å gjøre verdipapirmarkedet i Europa mer attraktivt og lette tilgangen til kapital for små og mellomstore foretak. Regelverkspakken skal bidra til å lette de administrative byrdene for foretak og legge til rette for markedsbasert finansiering, samtidig som et tilstrekkelig nivå av investorbeskyttelse og markedsintegritet opprettholdes. Regler om offentliggjøring av informasjon og dokumentasjonskrav som har vist seg unødvendig kompliserte og tyngende, fjernes eller endres, både i prospektforordningen og markedsmisbruksforordningen.

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

På enkelte sentrale områder er det imidlertid nasjonalt handlingsrom. Det viktigste er at beløpsgrensen for plikten til å utarbeide EØS-prospekt ved offentlig tilbud om kjøp eller tegning av verdipapirer, kan fastsettes nasjonalt til enten 12 eller 5 millioner euro. Der det ikke er plikt til å utarbeide EØS-prospekt, kan det fastsettes nasjonale informasjonskrav innenfor fastlagte rammer.

Endringsforordningen medfører en rekke ulike lettelser og forenklinger, primært for utstederne. Reglene i MAR er i det vesentlige fullharmoniserte. En endring av praktisk betydning, er økningen i terskelbeløp for primærinnsidermeldinger.

5.2 Endringene i prospektforordningen

5.2.1 Administrative og økonomiske konsekvenser for utstedere av omsettelige verdipapirer

5.2.1.1 Gjeldende kostnadsnivå

Ved innføring av prospektforordningen i 2018 gjennomførte Verdipapirlovutvalget undersøkelser av kostnadsnivået i forbindelse med kapitalinnhentinger hvor EØS-prospekt skal godkjennes. I NOU 2018:10 kapittel 14.2.1 ble undersøkelsene omtalt slik:

"I forbindelse med kapitalinnhentinger hvor EØS-prospekt skal godkjennes, legger utvalget til grunn at utstedere betaler fra 100 000 kroner og opp til flere millioner i eksterne kostnader til rådgivere. For de små selskapene vil disse kostnadene normalt ligge i intervallet 250 000 kroner til 300 000 kroner. For større selskaper kan intervallet være 500 000 kroner til 1 million kroner. Ved notering på regulert marked vil kostnadene ofte komme opp i 1 million kroner og til dels betydelig høyere beløp hvis det benyttes internasjonale rådgivere."

For obligasjonsutstedere godkjennes det i praksis kun noteringsprospekter. Dette er noe billigere og vil kunne utarbeides for om lag 100 000 kroner."

Finanstilsynet har ikke foretatt nye undersøkelser av kostnadsbildet.

Kostnadene avhenger av hvilken type transaksjon og kompleksiteten i transaksjonen som gjennomføres. Prospekter for nye noteringer av egenkapitalinstrumenter er vanligvis de mest omfattende, og vil kunne medføre betydelig ressursbruk hos foretakene, men også til ulike rådgivere som bistår i forbindelse med utarbeidelse av prospektet.

Tallene ovenfor inneholder ikke avgifter til Finanstilsynet, interne kostnader hos utsteder eller kostnader ved trykking og distribusjon. Finanstilsynets avgifter varierer etter type prospekt. For egenkapitalinstrumenter vil prospektavgiften variere fra 102000 kroner for et foretak som allerede er notert, til 141 000 kroner for et foretak som gjennomfører en førstegangsnotering,

eventuelt med tillegg for avgift for spesialutstedere. For fremmedkapital vil prospektavgiften til Finanstilsynet variere mellom 82 000 kroner og 98 000 kroner, med eventuelle tillegg, for eksempel hvis det er garantister.

Antallet prospekter som kontrolleres av Finanstilsynet varierer fra år til år og har de senere årene vært noe synkende. Markedsaktiviteten og hvilken type transaksjon som gjennomføres, har stor betydning for hvor mange prospekter som kontrolleres. Antallet kontrollerte prospekter var 91 i 2023, en nedgang fra 105 i 2022 og 107 i 2021. Videre var det kun seks prospekter knyttet til nye noteringer av egenkapitalinstrumenter i 2023, som var det laveste antallet siden 2012.¹⁴

Antall prospekter og dokumenter kontrollert av Finanstilsynet i perioden 2020-2023

Egenkapital	2023	2022	2021	2020
Allerede noterte	30	28	32	37
Førstegangsnøtering	5	21	15	7
Unoterte	5	9	8	6
Tilleggsprospekt	6	5	3	6
Sum egenkapital	46	63	58	56

Fremmedkapital

Samlet dokument	3	8	7	6
Registreringsdokument	17	19	17	29
Verdipapirdokument	29	25	23	57
Tilleggsprospekt	7	5	11	12
Grunnprospekt	19	15	27	8
Sum fremmedkapital	75	72	85	112

Et verdipapirdokument og et registreringsdokument vil til sammen utgjøre et prospekt. Det samme vil kunne gjelde for et tilleggsprospekt og verdipapirdokument

¹⁴ Finanstilsynet. (2023). *Årsrapport 2023*. s. 28-29.

<https://www.finanstilsynet.no/49a480/contentassets/bfeb10a28e7b40ef9185b0068c3f1935/arsrapport-2023.pdf>

Finanstilsynet. (2022). *Årsrapport 2022*. s. 29.

<https://www.finanstilsynet.no/49a3ed/contentassets/3ae8ad709df043aa9c2635c2b511b66b/arsrapport-2022.pdf>

Finanstilsynet. (2021). *Årsrapport 2021*. s. 30.

<https://www.finanstilsynet.no/496983/contentassets/ab3632ff528546219fd12000ca5c143a/finanstilsynet-arsrapport-2021.pdf>

5.2.1.2 Konsekvenser for utstederne

For foretak som søker verdipapirer notert på regulert marked for første gang, skal det på samme måte som tidligere, utarbeides et EØS-noteringsprospekt. Det vil imidlertid bli lettelser i innholdskravene. Det legges opp til økt standardisering av prospektene, det fastsettes maksimum antall sider, og godkjenningprosessen skal strømlinjeformes ytterligere. De nærmere reglene om innhold og prosess skal fastsettes i kommisjonsforordninger som ikke vil være klare før nærmere ikrafttredelse av de nye innholdskravene i juni 2026. Hvor store lettelsene blir, er dermed usikkert.

Det skjer betydelige lettelser for foretak som allerede er notert. Særlig vil utvidelsen av unntakene fra plikten til å utarbeide EØS-prospekt kunne innebære besparelser. Utvidelsene av unntakene medføre at mange kapitalinnhentinger som etter gjeldende regelverk ville utløst plikt til å utarbeide prospekt, nå blir omfattet av unntak fra krav om prospekt.

Endringene i reglene om spesielle prospektformer innebærer også betydelige lettelser for utstederne. Reglene om universelt registreringsdokument endres, slik at perioden utsteder må utarbeide og få godkjent et universelt registreringsdokument for å få status som regelmessig utsteder, og nyte godt av en raskere godkjenningprosess for EØS-prospekt, reduseres fra to etterfølgende regnskapsår, til ett år.

Det innføres en ny type EØS-oppfølgingsprospekt som er spesielt tilpasset utstedere som allerede har offentliggjort et fullverdig prospekt og som ønsker å tilby ytterligere verdipapirer til offentligheten.

Reglene om EØS-vekstprospekt endres i sin helhet. Det nye prospektet kan benyttes av utstedere som skal fremme et offentlig tilbud av verdipapirer, og som ikke har verdipapirer tatt opp til notering fra før.

EØS-oppfølgingsprospekt og EØS-vekstprospekt representerer ikke unntak fra prospektplikten, men fordi kravene til innhold er mindre omfattende, vil muligheten til å benytte disse prospekttypene representere besparelser for utsteder.

Samlet sett vil utvidelsen av eksisterende unntak, nye unntak og muligheten til å benytte prospekter som er mindre omfattende, representere vesentlige besparelser for noterte utstedere.

Finanstilsynet foreslår at beløpsgrensen for plikt til å utarbeide EØS-tilbudsprospekt fastsettes i tråd med prospektforordningens hovedregel. Dette innebærer at beløpsgrensen for plikt til å utarbeide EØS-tilbudsprospekt heves fra dagens 8 millioner euro til 12 millioner euro, hvilket også innebærer en viss lettelse for utstederne. Sammenlignet med betydningen av utvidelsen av unntakene fra plikten til å utarbeide både EØS-tilbudsprospekt og noteringsprospekt, må det antas at akkurat denne endringen har relativt beskjeden betydning for kostnadene for markedet som helhet.

Finanstilsynet foreslår å erstatte reglene om innhold i nasjonale tilbudsprospekter med innholdskravene i sammendraget i et EØS-tilbudsprospekt. Endringen innebærer en reduksjon av innholdskravene som vil lette små og mellomstore bedrifters innhenting av kapital betydelig, idet de vil kunne utarbeide et syvsides informasjonsdokument ut fra et regelverk med fastlagte krav og fast oppbygning og struktur, i stedet for å utarbeide et individuelt utformet dokument hvor innholdet kan komme opp i over femti sider. Et dokument som inneholder informasjonen som kreves i et sammendrag, vil kunne utarbeides raskt, slikt at utstedere vil kunne benytte vinduer med god kapitaltilgang på kort varsel.

Finanstilsynets forslag om å fastsette beløpsgrensen for plikt til å utarbeide EØS-tilbudsprospekt til 12 millioner euro i tråd med hovedregelen etter prospektforordningen, vil innebære at flere foretak som ikke har verdipapirer notert på et regulert marked eller tatt opp til handel på et EØS-vekstmarked og som tidligere måtte utarbeide EØS-prospekt, vil kunne utarbeide nasjonalt prospekt. For disse utstederne vil de nye reglene innebære vesentlig reduserte kostnader.

5.2.2 Konsekvenser for investorene

En av målsetningene med det nye regelverket er at investorbekyttelsen skal opprettholdes på et forsvarlig nivå. Opplysningene i prospekt skal fremstilles på en måte som er presis og lettfattelig for investorene. Sammendraget standardiseres ytterligere og kravet om at vesentligste informasjonen skal fremstilles i et lettfattelig språk, skjerpes. Der det er unntak fra prospektplikt, stilles det krav om utarbeiding av et kort informasjonsdokument som skal ivareta investorbekyttelsen. De forenklede reglene for noen typer prospekter vil i tillegg innebære at prospektene blir mindre omfangsrike. Investorene kan dermed oppleve at de får lettere tilgang til den mest relevante informasjonen i EØS-prospekter.

Endringene i prospektforordningen medfører at dagens regler om nasjonale prospekter ikke kan opprettholdes. Finanstilsynet foreslår på denne bakgrunn at kravene til innhold i nasjonale prospekter erstattes med et krav om at det skal gis informasjon etter reglene som gjelder for sammendrag i EØS-tilbudsprospekt. Sammendraget er et standardisert dokument med faste sekvenser, som skal inneholde nøkkelinformasjon som investorer trenger for å forstå arten av virksomheten og risikoen knyttet til utstederen, garantistene og verdipapirene som tilbys. Sammendraget vil på denne måten kunne gi særlig ikke-profesjonelle investorer lettfattelig og ikke-kompleks informasjon om de aktuelle verdipapirene

5.2.3 Konsekvenser for myndighetene

5.2.3.1 Konsekvenser for Finanstilsynet

Virksomhetsområdet som omfattes av prospektforordningen, faller inn under Finanstilsynets ansvarsområde. Finanstilsynet forblir myndighet for forvaltning av det nye prospektregelverket. De endringer forordningen innebærer, vil derfor også ha konsekvenser for Finanstilsynets arbeid.

I en innføringsperiode vil endringene i regelverket kreve økte ressurser for Finanstilsynet til informasjonstiltak, nye sjekklister, oppdaterte veiledninger og informasjon på Finanstilsynets nettsted. I tillegg antas det at antall spørsmål både skriftlig og muntlig kommer til å bli høyt. Dermed må det settes av tid til veiledning og avklaringer mellom rådgiver/utsteder og Finanstilsynet, men også med ESMA og andre tilsynsmyndigheter. Det antas at dette vil kreve betydelig bruk av ressurser den første tiden.

Antallet prospekter som kontrolleres av Finanstilsynet varierer relativt mye fra år til år, og har de senere årene vært noe synkende. Markedsaktiviteten og hvilken type transaksjon som gjennomføres har stor betydning for hvor mange prospekter som kontrolleres. Antallet kontrollerte prospekter var 91 i 2023, en nedgang fra 105 i 2022 og 107 i 2021. Videre var det kun seks prospekter for nye noteringer i 2023, som er det laveste antallet siden 2012.¹⁵ De ulike typene prospekter varierer også betydelig som følge av hvilke transaksjoner og noteringer som gjennomføres. Prospekter for nye noteringer av aksjer er vanligvis de mest omfattende prospektene.

Det forventes å bli noen færre prospekter til kontroll som følge av hevet beløpsgrense for plikt til å utarbeide tilbudsprospekter. I tillegg utvides unntakene for plikt til å utarbeide både noteringsprospekter og tilbudsprospekt, vesentlig. Endringen vil innebære færre prospekter

¹⁵ Finanstilsynet. (2023). *Årsrapport 2023*. s. 28-29.

<https://www.finanstilsynet.no/49a480/contentassets/bfeb10a28e7b40ef9185b0068c3f1935/arsrapport-2023.pdf>

Finanstilsynet. (2022). *Årsrapport 2022*. s. 29.

<https://www.finanstilsynet.no/49a3ed/contentassets/3ae8ad709df043aa9c2635c2b511b66b/arsrapport-2022.pdf>

Finanstilsynet. (2021). *Årsrapport 2021*. s. 30.

<https://www.finanstilsynet.no/496983/contentassets/ab3632ff528546219fd12000ca5c143a/finanstilsynet-arsrapport-2021.pdf>

til kontroll. At Euronext Growth er registrert som et EØS-vekstmarked vil trolig innebære at reglene for EØS-vekstprospekter får økt betydning i det norske markedet, slik at det blir flere EØS-vekstprospekter til kontroll. Enkelte av prospektene som skal kontrolleres, herunder EØS-vekstprospekter, vil være innholdsmessig enklere etter endringen. I sum forventes endringene å medføre redusert ressursbruk for Finanstilsynet.

Det vil bli økte krav til å rapportere en rekke detaljer om innholdet i hvert enkelt prospekt til ESMA. Blant annet skal det rapporteres om utfallet av emisjoner, noe som ikke er et krav i dag. Antall felt som skal rapporteres inn til ESMA's prospektdatabase, økes fra 10 felt i dag til ca. 33. Endelige regler om innrapportering vil bli fastsatt i kommisjonsforordning som foreløpig ikke er vedtatt. Endringene vil medføre omstillingskostnader for Finanstilsynet til nye systemer og noe økt byrde på de prospektpliktige i forbindelse med prospektkontroll.

Prospektkontrollen skal være selvfinansierende, og avgiftene til Finanstilsynet skal reflektere dette. Det forventes ikke økte gebyrer på grunn av endringer i prospektforordningen, men Finanstilsynet vurderer sine avgifter årlig og vil også gjøre det fremover. I de årlige vurderingene vil prisene justeres for inflasjon og for skjevheter mellom kostnadene knyttet til de enkelte dokumentene.

5.2.3.2 Konsekvenser for Foretaksregisteret

Finanstilsynet foreslår at Foretaksregisteret ikke lenger skal registrere nasjonale prospekter. Endringen innebærer reduserte registreringsoppgaver for Foretaksregisteret og reduserte administrative byrder for foretakene. Idet informasjonen uansett vil være elektronisk tilgjengelig i henhold til gjeldende offentliggjøring, vil endringen ikke ha nevneverdig betydning for investorene.

5.3 Endringene i MAR

Endringene i MAR medfører en rekke forenklinger og lettelser. For utstederne innebærer endringene i reglene om utsatt offentliggjøring at utstederne ikke lenger har plikt til å offentliggjøre innsideinformasjon knyttet til trinnvise prosesser. Dette må forventes å redusere administrative kostnader for utstederne når nødvendige nivå 2-regler er vedtatt og i kraft. For primærinnsidere og deres nærstående innebærer den økte terskelen for meldeplikt at færre transaksjoner vil omfattes av meldeplikten. Dette vil også føre til administrative lettelser for utstederne, som har plikt til å informere markedet om transaksjonene. Når endringsforordningen følges opp ved at formatet for innsidelister forenkles, vil dette innebære en viss reduksjon av compliancekostnader for utstederne.

Finanstilsynet kan ikke se at endringene i MAR medfører nevneverdige økonomiske og administrative konsekvenser for Finanstilsynet.

6 Forslag til lov og forskriftsendringer

Forslag til lov om endringer i lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og enkelte andre lover:

Kapittel I. Endringer i verdipapirhandelloven

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

§ 3-1 første ledd skal lyde:

(1) [EØS-avtalen vedlegg IX](#) nr. 29a forordning ([EU](#)) nr. 596/2014 (markedsmissbruksforordningen), som endret ved forordning ([EU](#)) 2016/1011 om referanseverdier, forordning ([EU](#)) 2019/2115 om å fremme bruken av SMB-vekstmarkeder og forordning ([EU](#)) 2024/2809 om å gjøre offentlige kapitalmarkeder i Europa mer attraktive for foretak og lette tilgangene til kapital for små og mellomstore foretak, gjelder som lov med de tilpasninger som følger av [vedlegg IX](#), protokoll 1 til avtalen og avtalen for øvrig.

§ 7-1 første ledd skal lyde:

(1) [EØS-avtalen vedlegg IX](#) nr. 29bd forordning ([EU](#)) 2017/1129 (om prospekter ved offentlige tilbud og notering på regulert marked (prospektforordningen)), som endret ved forordning ([EU](#)) 2019/2115 om å fremme bruken av SMB-vekstmarkeder, forordning ([EU](#)) 2021/337 om EU-gjenopprettingsprospekt og forordning ([EU](#)) 2024/2809 om å gjøre offentlige kapitalmarkeder i Europa mer attraktive for foretak og lette tilgangene til kapital for små og mellomstore foretak gjelder som lov med de tilpasninger som følger av [vedlegg IX](#), protokoll 1 til avtalen og avtalen for øvrig.

I § 7-3 gjøres følgende endringer:

Offentlig tilbud om tegning eller kjøp av verdipapirer er unntatt fra kravet om å utarbeide EØS-prospekt etter artikkel 3 nr. 2 i prospektforordningen dersom det samlede vederlaget for hvert slikt tilbud i EØS er mindre enn 12 millioner euro beregnet over en periode på tolv måneder.

§ 7-5 første ledd skal lyde:

(1) Ved tilbud om tegning eller kjøp av verdipapirer med et samlet vederlag på 12 millioner euro beregnet over en periode på 12 måneder, skal det utarbeides nasjonale prospekter etter reglene i kapittelet her.

§ 7-7 første ledd skal lyde:

(1) Nasjonale prospekter skal inneholde opplysningene i prospektforordningen, jf. § 7-1, artikkel 7 nr. 3 til nr. 10 og nr. 12 om sammendraget i prospekter, så langt de passer.

§ 7-8 oppheves.

Ny § 7-8 skal lyde:

§ 7-8. Offentliggjøring av nasjonale prospekter

Nasjonale prospekter skal offentliggjøres på den måten som er angitt i prospektforordningen, jf. § 7-1, artikkel 21 nr. 2 om offentliggjøring av prospekter.

I § 7-9 gjøres følgende endringer:

Annet ledd skal lyde

(2) Nasjonale prospekter skal offentliggjøres senest når tilbudsperioden starter. Offentliggjøring skjer ved at prospektet gjøres elektronisk tilgjengelig *på den måten som er angitt i prospektforordningen, jf. § 7-1, artikkel 21 nr. 2 om offentliggjøring av prospekter.*

I § 7-10 gjøres følgende endringer:

Første og annet ledd skal lyde:

(1) Enhver ny vesentlig omstendighet, feil eller unøyaktighet som kan få betydning for vurderingen av verdipapirene, og som oppstår eller blir kjent mellom tidspunktet for *offentliggjøring etter § 7-8* og tidspunktet for akseptperiodens utløp, skal fremgå av et tillegg til prospektet.

(2) Tillegget skal *offentliggjøres* i samsvar med § 7-8 *uten* ugrunnet opphold.

I § 7-11 gjøres følgende endringer:

(1) Dersom det nasjonale prospektet ikke inneholder opplysninger om pris eller fremgangsmåten for prisfastsettelsen, kan aksept av tilbudet tilbakekalles innen *tre* dager etter at endelig pris og antall verdipapirer som tilbys er *offentliggjort i medhold av § 7-8*.

(2) Aksept av tilbud gjort før tillegg til et nasjonalt prospekt ble offentliggjort, jf. § 7-8, kan tilbakekalles innen *tre* dager etter offentliggjøring dersom den nye omstendigheten, feilen eller unøyaktigheten oppstod eller ble kjent før levering av verdipapirene. Siste dato for tilbakekall av aksepten skal angis i tillegget.

§ 8-1 første ledd skal lyde:

(1) EØS-avtalen vedlegg IX forordning (EU) nr. 600/2014 (om markeder for finansielle instrumenter (verdipapirmarkedsforordningen)) som endret ved forordning (EU) nr. 1033/2016 og forordning [\(EU\) 2024/2809 om å gjøre offentlige kapitalmarkeder i Europa mer attraktive for foretak og lette tilgangene til kapital for små og mellomstore foretak](#) gjelder som lov med de tilpasninger som følger av vedlegg IX, protokoll 1 til avtalen og avtalen for øvrig.

§ 9-30 femte ledd skal lyde:

(5) Finanstilsynet kan beslutte at operatør av en multilateral handelsfasilitet eller en organisert handelsfasilitet skal suspendere eller stryke et finansielt instrument på fasiliteten i medhold av første og annet ledd hvis det ikke lenger tilfredsstiller vilkårene for opptak til handel. *Finanstilsynet kan beslutte at en multilateral handelsfasilitet eller en organisert handelsfasilitet skal suspendere et finansielt instrument på fasiliteten i medhold av første og annet ledd ved mistanke om ikke-offentliggjøring av innsideinformasjon i strid med artikkel 17 i markedsmisbruksforordningen, jf. § 3-1.*

§ 12-3 femte ledd skal lyde:

(5) Finanstilsynet kan beslutte at markedsoperatøren skal suspendere eller stryke et finansielt instrument på et regulert marked i medhold av første og annet ledd hvis det ikke lenger tilfredsstillende vilkårene for opptak til handel. *Finanstilsynet kan beslutte at markedsoperatøren skal suspendere et finansielt instrument på et regulert marked i medhold av første og annet ledd ved mistanke om ikke-offentliggjøring av innsideinformasjon i strid med artikkel 17 i markedsmisbruksforordningen, jf. § 3-1.*

§ 21-1 tredje ledd skal lyde:

(3) For juridiske personer kan det fastsettes overtredelsesgebyr på:

- a) inntil 127 millioner kroner, eller opptil 15 prosent av den samlede årsomsetningen etter siste godkjente årsregnskap, ved overtredelse av markedsmisbruksforordningen artikkel 14 bokstav c, artikkel 15 og [§ 3-7](#),
- b) inntil 22 millioner eller opptil 2 prosent av den samlede årsomsetningen i henhold til siste godkjente årsregnskap, ved overtredelse av markedsmisbruksforordningen artikkel 16,
- c) opptil 2 prosent av den samlede årsomsetningen i henhold til siste godkjente årsregnskap, eller, dersom Finanstilsynet vurderer at gebyr utmålt etter samlet årsomsetning blir uforholdsmessig lavt med bakgrunn i momentene i § 21-14, på inntil 22 millioner kroner, eller på inntil 9 millioner dersom den juridiske personen er et SMB som definert i artikkel 2 i Vedlegg til Kommisjonsanbefaling 2003/361/EC, ved overtredelse av markedsmisbruksforordningen artikkel 17,
- d) opptil 0,8 prosent av den samlede årsomsetningen i henhold til siste godkjente årsregnskap, eller, dersom Finanstilsynet vurderer at gebyr utmålt etter samlet årsomsetning blir uforholdsmessig lavt ut fra momentene i § 21-14, på inntil 22 millioner kroner, eller på inntil 4 millioner dersom den juridiske personen er et SMB som definert i artikkel 2 i Vedlegg til Kommisjonsanbefaling 2003/361/EC, ved overtredelse av markedsmisbruksforordningen artikkel 18 og 19,
- e) inntil 9 millioner kroner eller opptil 0,8 prosent av den samlede årsomsetningen i henhold til siste godkjente årsregnskap, ved overtredelse av markedsmisbruksforordningen artikkel 20.

Kapittel II. Ikrafttredelses- og overgangsbestemmelser. Endringer i andre lover

§ 2-1. Ikrafttredelse

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

§ 2-2. Overgangsregler

Departementet kan gi overgangsregler.

§ 2-3. Endringer i andre lover

Fra den tid Kongen bestemmer, gjøres følgende endringer i andre lover:

I Lov 21.96. 1985 nr. 78 om registrering av foretak (foretaksregisterloven) gjøres følgende endringer:

I § 4-4. (vedlegg til melding) gjøres følgende endringer:

Bokstav g oppheves.

Bokstav h blir ny bokstav g.

§ 5-1 fjerde ledd oppheves.

I lov 4. desember 2015 nr. 95 om fastsettelse av finansielle referanseverdier (referanseverdiloven) gjøres følgende endringer:

§ 10 nytt annet ledd skal lyde:

(2) Første ledd gjelder tilsvarende ved overtredelse av eller medvirkning til overtredelse av bestemmelser gitt i eller i medhold av markedsmisbruksforordningen artikkel 14 til 20, jf. verdipapirhandelloven § 3-1.

Annet ledd blir nytt tredje ledd.

Ny § 14 skal lyde:

§ 14. Midlertidig forbud mot å foreta egenhandel i finansielle instrumenter

(1) Dersom ansatte i administratorer av referanseverdier og bidragsyttere til en referanseverdi forsettlig eller uaktsomt overtrer bestemmelsene gitt i eller i medhold av markedsmisbruksforordningen artikkel 14 til 20, jf. verdipapirhandelloven § 3-1, kan Finanstilsynet fatte vedtak om at vedkommende ikke skal kunne utføre handel for egen regning i nærmere angitte finansielle instrumenter eller på nærmere angitte markeder.

(2) Finanstilsynet kan etter søknad gjøre unntak fra forbudet for nærmere bestemte handler.

(3) Adgangen til å ilegge forbud etter bestemmelsen her foreldes to år etter at overtredelsen er opphørt. Fristen avbrytes ved at Finanstilsynet gir forhåndsvarsel eller fatter vedtak om forbud mot å foreta egenhandel.

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

I Forskrift 29.06.2007 nr. 876 til verdipapirhandelloven (verdipapirforskriften) gjøres følgende endringer:

§ 7-3 oppheves.

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

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

