

## **Lov om verdipapirhandel - enkelte kommentarer til kapittel 3 og kapittel 4**

- Misbruk av innsideinformasjon
- Taushetsplikt og behandling av innsideinformasjon
- Informasjonshåndtering i forbindelse med bookbuilding
- Mellommannens adgang til å formidle ordrebokinformasjon i forbindelse med oppdrag for primærinnsidere
- Plikt til å føre liste over personer som gis tilgang til innsideinformasjon
- Undersøkelsesplikt
- Rådgivningsforbud
- Rapporteringsplikt
- Meldepliktig verdipapirhandel
- Flaggepliktig verdipapirhandel

Rundskrivet erstatter rundskriv 27/2001, 17/2002, 8/2004, 8/2005, 14/2005, 30/2007 og 3/2008.

1. Innledning.....	4
Del I – Verdipapirhandeloven kapittel 3 .....	4
2. Atferdsreglens virkeområde .....	4
2.1 Lovens ordlyd.....	4
2.2 Nærmere om anvendelsesområdet .....	4
3. Innsideinformasjon, vphl. § 3-2 .....	6
3.1 Lovens ordlyd.....	6
3.2 Hoveddefinisjon .....	6
3.3 Underdefinisjoner.....	7
3.4 Innsideinformasjon om varederivater.....	8
4. Misbruk av innsideinformasjon, vphl. § 3-3 .....	9
4.1 Lovens ordlyd.....	9
4.2 Handelsforbud .....	10
4.3 Transaksjoner som omfattes av forbudet .....	10
4.4 Tilskyndelsesforbud .....	10
4.5 Handel foretatt for egen regning .....	11
4.6 Handel foretatt for fremmed regning .....	11
4.7 Misbruksreservasjonen.....	11
5. Taushetsplikt og tilbørlig informasjonshåndtering, vphl. § 3-4.....	12
5.1 Lovens ordlyd.....	12
5.2 Taushetsplikt .....	12
5.3 Informasjonshåndtering.....	13
5.4 Særlig om informasjonshåndtering i forbindelse med bookbuildingprosesser .....	14
5.5 Særlig om adgangen for mellommannen til å formidle ordrebokinformasjon i forbindelse med oppdrag for primærinnsidere.....	16
5.6 Transaksjoner på tvers av landegrensene .....	17
6. Krav om listeføring, vphl. § 3-5 .....	17
6.1 Lovens ordlyd.....	17
6.2 Generelt .....	18
6.3 Pliktsubjektet.....	18
6.4 Listeføringen .....	18
6.5 Krav til listens innhold og oppbevaring .....	19
6.6 Plikt til å gjøre innsidere oppmerksomme på deres ansvar og dokumentasjon for dette.....	20
7. Undersøkelsesplikten, vphl. § 3-6.....	21
7.1 Lovens ordlyd.....	21
7.2 Personkretsen .....	21
7.3 Innholdet i undersøkelsesplikten.....	21
8. Rådgivningsforbudet, vphl. § 3-7.....	22
9. Rapporteringsplikt, vphl. § 3-11 .....	22
9.1 Lovens ordlyd.....	22
9.2 Generelt .....	22
9.3 Saklig virkeområde .....	23
9.4 Tilknytningskravet .....	23
9.5 Rimelig grunn til mistanke.....	23
9.6 Frist for meldingen.....	24
9.7 Ansvar og taushetsplikt .....	24
9.8 Meldingens innhold og meldingsmåte .....	24

Del II Verdipapirhandelloven kapittel 4.....	25
10. Meldeplikt, vphl. § 4-1 .....	25
10.1 Lovens ordlyd.....	25
10.2 Kretsen av meldepliktige.....	26
10.3 Nærståendes handler .....	26
10.4 Meldepliktige transaksjoner .....	27
10.4 Fristen for å melde .....	31
10.6 Liste over primærinnsidere .....	31
10.7 Krav til meldingens innhold, vphl. § 4-3 .....	31
10.8 Mellommannens omsorgsplikt i forbindelse med oppdrag for primærinnsidere ...	32
11. Flaggeplikt, vphl. § 4-2 .....	32
11.1 Virkeområde.....	32
11.2 Aksjer, rettigheter til aksjer og stemmerettigheter til aksjer .....	33
11.3 Omstendigheter som utløser flaggeplikt .....	37
11.4 Flaggeterskler .....	39
11.5 Konsolidering .....	39
11.6 Unntak for beholdninger ervervet for visse formål.....	40
11.7 Forvalterregistrering.....	42
11.8 Gjennomføring av flaggeplikten .....	43
11.9 Flaggemeldingen .....	44
11.10 Sanksjoner ved overtredelse av flaggeplikten.....	46

# 1. Innledning

Lov av 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (vphl.) trådte i kraft 1. november 2007 og 1. januar 2008. Loven gjennomfører EUs direktiv 2004/39/EF om markeder for finansielle instrumenter (MiFID), direktiv 2004/109/EF om utsteders informasjonsplikter (rapporteringsdirektivet) og direktiv 2004/25/EF om overtakelsestilbud.

I dette rundskrivet redegjøres det for Kredittilsynets forståelse av atferdsreglene i verdipapirhandelloven kapittel 3 og 4. Rundskrivet erstatter rundskriv nr. 27/2001, 17/2002, 8/2004, 8/2005, 14/2005, 30/2007 og 3/2008.

Teksten i rundskrivet består i stor grad av en gjengivelse av tidligere rundskriv, med enkelte oppdateringer og endringer.

Kredittilsynet vil legge de tolkninger og vurderinger som det redegjøres for til grunn for sin tilsynsvirksomhet.

## Del I – Verdipapirhandelloven kapittel 3

### 2. Atferdsreglenes virkeområde

#### 2.1 Lovens ordlyd

##### *§ 3-1. Anvendelsesområde*

*(1) Kapittel 3 gjelder for finansielle instrumenter som er eller søkes notert på norsk regulert marked. § 3-9 gjelder også for finansielle instrumenter som ikke er eller søkes notert på norsk regulert marked.*

*(2) §§ 3-3, 3-4 og 3-7 gjelder tilsvarende for finansielle instrumenter som ikke omfattes av første ledd, så fremt deres verdi avhenger av finansielle instrumenter som nevnt i første ledd.*

*(3) §§ 3-3, 3-4, 3-7 og 3-8 gjelder tilsvarende for handlinger foretatt i Norge i tilknytning til finansielle instrumenter som er notert på et regulert marked i en annen EØS-stat eller der det er søkt om slik notering. Med regulert marked i første punktum menes marked som definert i direktiv 2004/39/EØF art. 4 nr. 14.*

*(4) §§ 3-3, 3-4, 3-7 og 3-8 gjelder tilsvarende for finansielle instrumenter som omsettes på norsk multilateral handelsfasilitet.*

#### 2.2 Nærmere om anvendelsesområdet

Anvendelsesområdet til verdipapirhandelloven (vphl.) kapittel 3 er definert i § 3-1. Kapitlet gjelder for finansielle instrumenter som er eller søkes notert på ”norsk regulert marked”, jf. vphl. § 3-1 første ledd. Regulert marked er nærmere definert i vphl. § 2-3 tredje ledd som igjen henviser til lov om regulerte markeder § 3 (lov av 29. juni 2007 nr. 74).

Finansielle instrumenter er nærmere definert i vphl. § 2-2, og omfatter blant annet aksjer, grunnfondsbevis, obligasjoner, samt flere former for derivater, herunder varederivater.<sup>1</sup> Definisjonen av finansielle instrumenter ble endret for å samsvare med MiFID. Dette gjelder særlig i forhold til finansielle varederivater, som etter endringen i større grad vil underlegges verdipapirhandelovens alminnelige regler enn tilfellet var etter den gamle loven. Det er en egen definisjon av hva som anses som innsideinformasjon for varederivater jf. vphl. § 3-2 fjerde ledd. Se punkt 3.4 for nærmere omtale.

Verdipapirhandeloven kapittel 3 gjelder for finansielle instrumenter som er, eller søkes notert på norsk regulert marked, jf. § 3-1 første ledd. Kapitlet gjelder uavhengig av om en transaksjon faktisk foretas i det norske markedet, og uavhengig av utsteders, investors eller meglers nasjonalitet eller forretningssted/bopel. Det er således ikke et vilkår at selve transaksjonen skal være foretatt i norsk regulert marked. Kapittel 3 gjelder for finansielle instrumenter utstedt av både norske og utenlandske selskaper, såfremt de er eller søkes notert på norsk regulert marked.<sup>2</sup> Dette gjelder uavhengig av om det finansielle instrumentet er primær- eller sekundærnotert på norsk regulert marked. Søknad om notering foreligger når det er sendt en formell, skriftlig søknad om notering.<sup>3</sup>

Bestemmelsene i vphl. §§ 3-3 (misbruk av innsideinformasjon), 3-4 (taushetsplikt og tilbørlig informasjonshåndtering), 3-7 (rådgivningsforbud) og 3-8 (markedsmanipulasjon) får også anvendelse på handlinger foretatt i Norge, når de aktuelle finansielle instrumentene kun er notert på et annet regulert marked innen EØS, eller der det er søkt om slik notering, jf. vphl. § 3-1 tredje ledd.

Det følger av vphl. § 3-1 annet ledd at bestemmelsene i vphl. §§ 3-3 (misbruk av innsideinformasjon), 3-4 (taushetsplikt og tilbørlig informasjonshåndtering) og 3-7 (rådgivningsforbud) også får anvendelse for ikke-noterte finansielle instrumenter hvis verdi avhenger av noterte instrumenter. Typisk vil dette være derivater på børsnoterte instrumenter.

Bestemmelsens fjerde ledd gir §§ 3-3, 3-4, 3-7 og 3-8 tilsvarende anvendelse på multilaterale handelsfasiliteter, som er definert i vphl. § 2-3 fjerde ledd. En multilateral handelsfasilitet er en alternativ markedsplass for omsetning av finansielle instrumenter som kan drives av verdipapirforetak eller av regulert marked med tillatelse. Bestemmelsen innebærer at reglene om misbruk av innsideinformasjon (§ 3-3), taushetsplikt og tilbørlig informasjonshåndtering (§ 3-4), rådgivningsforbud (§ 3-8) og bestemmelsen om markedsmanipulasjon (§ 3-8) også gjelder for finansielle instrumenter som omsettes på multilateral handelsfasilitet. Bestemmelsen vil kun få selvstendig betydning hvor unoterte finansielle instrumenter omsettes på multilateral handelsfasilitet, da hele kap. 3 gjelder for finansielle instrumenter som er eller søkes notert på norsk regulert marked, jf. vphl. § 3-1 første ledd.

---

<sup>1</sup> Varederivater er definert i verdipapirforskriften § 2-1.

<sup>2</sup> For tiden er dette Oslo Børs, Oslo Axess, NordPool, IMAREX og FishPool.

<sup>3</sup> Jf. Ot.prp. nr. 12 (2004-2005), side 14.

### **3. Innsideinformasjon, vphl. § 3-2**

#### **3.1 Lovens ordlyd**

##### *§ 3-2. Definisjon av innsideinformasjon*

*Med innsideinformasjon menes presise opplysninger om de finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, og som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet.*

*Med presise opplysninger, menes opplysninger som indikerer at en eller flere omstendigheter eller begivenheter har inntruffet eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe og som er tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning om den mulige påvirkningen av disse omstendighetene eller begivenhetene på kursen til de finansielle instrumentene eller de tilknyttede finansielle instrumentene.*

*Med opplysninger som er egnet til å påvirke kursen til finansielle instrumenter eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, menes opplysninger som en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning.*

*Med innsideinformasjon om varederivater, menes presise opplysninger som ikke er offentlig tilgjengelige eller allment kjent og som direkte eller indirekte angår ett eller flere varederivater og som deltakere på markedet der varederivatene omsettes ville forvente å motta i samsvar med det Kredittilsynet anser som akseptert markedspraksis på det aktuelle markedet. Med opplysninger som deltakerne ville forvente å motta, menes opplysninger som normalt gjøres tilgjengelig for deltakere på markedet eller opplysninger som skal offentliggjøres som følge av lov, forskrift eller annen regulering, herunder privatrettslig regulering og praksis på det aktuelle varederivatmarkedet eller det underliggende varemarked. Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om innsideinformasjon i tilknytning til varederivater og akseptert markedspraksis.*

#### **3.2 Hoveddefinisjon**

Vphl. § 3-2 første ledd definerer innsideinformasjon vedrørende finansielle instrumenter med unntak av varederivater. Definisjonen av innsideinformasjon vedrørende varederivater er gitt i bestemmelsens fjerde ledd, se punkt 3.4. Definisjonen inneholder formuleringene ”presise” og ”merkbart”, som er nærmere definert i bestemmelsens annet og tredje ledd, se punkt 3.3.

Det er informasjon som vedrører ”de finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold” som kan utgjøre innsideinformasjon. Etter ordlyden synes det klart at nær ethvert forhold kan være innsideinformasjon dersom de øvrige vilkårene i bestemmelsene er oppfylt. Det er ikke noe krav om faktisk tilknytning mellom informasjonen og det finansielle instrumentet eller utstederen. Eksempelvis vil nye rammebetingelser som har betydning for utstederen kunne utgjøre innsideinformasjon. Det samme vil kunne gjelde forhold som berører utstederen mer indirekte, for eksempel kjennskap til opplysninger som berører en konkurrent.

Også kjennskap til markedsforholdene for verdipapirene, herunder hvordan andre aktører kommer til å handle<sup>4</sup> kan utgjøre innsideinformasjon.

Andre typiske eksempler på tilfeller hvor det foreligger innsideinformasjon vil være kjennskap til planlagte oppkjøpstilbud,<sup>5</sup> selskapets inngåelse av større kontrakter<sup>6</sup> mv.

Informasjon som er ”offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet” omfattes ikke av bestemmelsen. Opplysninger vil kunne være offentlige uten noen aktiv handling for å publisere opplysningene. Spørsmålet er om opplysningene anses offentlig tilgjengelige, uavhengig av hvordan dette har skjedd. Opplysninger som er offentlige eller allment kjent vil typisk være de som er gjort tilgjengelige gjennom media eller informasjonssystemer, for eksempel børsens meldingssystem.

### 3.3 Underdefinisjoner

#### 3.3.1 ”Presise opplysninger”

Hva som menes med ”presise opplysninger” er nærmere angitt i vphl. § 3-2 annet ledd.

Spørsmålet om å avgrense mot presise opplysninger har i praksis særlig betydning der opplysningene er ufullstendige eller unøyaktige. Vurderingen vil i praksis ofte flyte sammen med vurderinger omkring opplysningens mulige kurspåvirkning.

Etter ordlyden er det tilstrekkelig at opplysningen ”indikerer” en eller flere omstendigheter eller begivenheter. Det er ikke være noe krav om at opplysningen er fullstendig, nøyaktig eller ubetinget så lenge den er tilstrekkelig spesifikk til å trekke en slutning om den mulige påvirkningen den vil ha på kursen.<sup>7</sup> Videre må det legges vekt på kildens nærhet til opplysningene. Eksempelvis vil utfallet av vurderingen kunne være annerledes for opplysninger som kommer fra selskapets direktør, enn for opplysninger som kommer fra andre.<sup>8</sup>

---

<sup>4</sup> Se dom Oslo tingrett av 19.09.03 i sak 03-2621M/30 hvor det ble lagt til grunn at en megler var ”insider” på bakgrunn av hans kjennskap til at fire primærinsidere i Tomra ASA var i ferd med å kjøpe en stor post i selskapet. Se også dom Oslo tingrett av 31.03.03 i sak 03-02290 F/29 hvor det ble lagt til grunn at domfelte hadde innsideinformasjon etter å ha mottatt opplysninger om et stort salg av aksjer som skulle gjennomføres i løpet av to dager i Pan Fish ASA.

<sup>5</sup> Se dom Oslo tingrett av 11.07.07 i sak TOSLO-2006-105458, hvor det ble lagt til grunn at en kommunikasjonsrådgiver var i besittelse av innsideinformasjon med sitt kjennskap til at FSN Capital Partners AS sannsynligvis ville legge inn et oppkjøpstilbud i Via Travel Group i løpet av kort tid. Det ble videre i samme sak lagt til grunn at han fikk innsideinformasjon om at Findexa Ltd og Eniro AB forhandlet vedrørende Eniros kjøp av samtlige aksjer i Findexa, med planlagt offentliggjøring noen dager etter. Se også dom Trondheim tingrett 28.09.05 hvor det ble lagt til grunn at finansdirektøren i Reitangruppen AS hadde opplysninger om at Reitangruppen AS forhandlet med Sense International ASA om mulig fusjon/oppkjøp av Sense.

<sup>6</sup> Se dom Oslo tingrett av 11.07.07 i sak TOSLO-2006-105458 hvor en kommunikasjonsrådgiver fikk informasjon relatert til en intensjonsavtale inngått mellom et datterselskap av Ignis ASA, Enable Inc. (Canada) og Samsung Electronics (Sør-Korea) om felles utvikling av et produkt for det fiberoptiske markedet med offentliggjøring dagen etter. Se også dom Agder lagmannsrett av 15.09.06 i sak LA-2006-42810, hvor tiltalte hadde fått informasjon fra en tredjemann om at en direktør i hotellkjeden Scandic hadde opplyst at det var inngått en avtale om leveranse av interaktive TV-systemer til en større internasjonal hotellkjede.

<sup>7</sup> Se dom Borgarting lagmannsrett av 16.02.04 nr. 03-01353 M/02 hvor en aksjonær i Finansbanken ble dømt for ulovlig innsidehandel. Retten anså at informasjonen aksjonæren mottok (at en industriell aktør vurderte en transaksjon i Finansbanken innen kort tid) var tilstrekkelig presis til å være innsideinformasjon.

<sup>8</sup> Se dom Oslo tingrett av 10.09.04 i sak 03-018037MED-OTIR/07 hvor retten la til grunn at en oppfordring fra

### 3.3.2 Merkbar påvirkning

For at informasjonen skal være innsideinformasjon må den være egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene eller tilknyttede finansielle instrumenter ”merkbar”.

Etter vphl. § 3-2 tredje ledd vil en opplysning anses å påvirke kursen merkbart dersom ”en fornuftig investor sannsynligvis ville benytte den som del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning”. Vurderingen av opplysningens mulige kurspåvirkning må skje på et tidspunkt før opplysningen er allment kjent og dermed diskontert i kursen. I denne vurderingen må det tas hensyn til alle markedsvariabler. En slik vurdering vil ofte måtte basere seg på hvilken betydning den aktuelle opplysningen erfaringsmessig har på kursen dersom den ble kjent i markedet.

I forhold til kurssensitive begivenheter som oppstår i en utviklingsprosess, for eksempel fremforhandlinger av en kontrakt, er det ingen tvil om at kurspåvirkningspotensialet, og dermed innsideinformasjon, kan oppstå før forhandlingene er sluttført. Det er med andre ord ikke noe krav om styrebeslutning eller annen konkluderende avgjørelse for at innsideinformasjon skal oppstå. Spørsmålet om når opplysninger blir innsideinformasjon vil bero på en konkret vurdering, hvor spørsmålet er om offentliggjøring av det aktuelle beslutningstrinnet i prosessen i seg selv ville være kurspåvirkende.<sup>9</sup> Momenter i denne vurderingen vil være sannsynligheten for at prosessen vil ende med et positivt resultat for utstederselskapet, begivenhetens betydning for utstederselskapet (for eksempel kontraktens størrelse) og markedets forventninger.<sup>10</sup>

## 3.4 Innsideinformasjon om varederivater

Vphl. § 3-2 fjerde ledd inneholder en egen definisjon av hva som er å anse som innsideinformasjon vedrørende varederivater. Varederivater er definert i verdipapirforskriften § 2-1, jf. vphl. § 2-2 første ledd nr. 4, jf. femte ledd nr. 2.

Kravet om at opplysningene må være presise og ikke offentlig tilgjengelige eller allment kjent i markedet gjelder også for varederivater, jf. punkt 3.2 og 3.3.1 ovenfor. Når det gjelder kravet til kurspåvirkning er vurderingskriteriene formulert annerledes enn for andre finansielle instrumenter.

Det er opplysninger som ”direkte eller indirekte angår ett eller flere varederivater” som omfattes av bestemmelsen. Dette vil typisk kunne gjelde opplysninger knyttet til den underliggende vare eller opplysninger om andre varer eller derivater som har betydning for prisingen av det aktuelle derivatet eller derivatene.

Videre fremgår det at det er tale om ”opplysninger som [...] deltakerne på markedet der

---

markedssjefen i Birdstep ASA om å selge aksjer med bakgrunn i at det ville komme en negativ nyhet for selskapet, var innsideinformasjon.

<sup>9</sup> Se dom Salten tingrett av 17.03.05 i sak 04-143314 om brudd på undersøkelsesplikten. Retten fant det klart at et utkast til en konfidensialitets- og eksklusivitetsavtale var av en slik art at den var egnet til å påvirke kursen på aksjene i Nordlandsbanken ASA. Retten viste til at en slik avtale ofte er første steg på veien mot et oppkjøp, som igjen ofte fører til at aksjonærene blir tilbudt en pris for aksjen som betydelig overstiger børskursen.

<sup>10</sup> I dom fra Frostating lagmannsrett av 04.02.99 i sak LF-1998-924 M kom retten til at det ikke forelå opplysninger som var ”egnet til å påvirke kursen på verdipapirene vesentlig” (slik bestemmelsen den gang lød). Forholdet gjaldt en henvendelse til målselskapet om et mulig oppkjøp. Det ble konkludert med at henvendelsen var én av mange selskapet hadde hatt i angjeldende periode og at opplysningen for øvrig var så løs at vilkårene ikke ble ansett oppfylt.

*varederivatene omsettes ville forvente å motta i samsvar med det Kredittilsynet anser som akseptert markedspraksis på det aktuelle markedet”.*

Opplysninger som deltakerne ville forvente å motta er etter vphl. § 3-2 fjerde ledd, annet punktum: ”[...] opplysninger som normalt gjøres tilgjengelig for deltakere på markedet eller opplysninger som skal offentliggjøres som følge av lov, forskrift, eller annen regulering, herunder privatrettslig regulering og praksis på det aktuelle varederivatmarkedet eller underliggende varemarked.”

Bestemmelsen omfatter blant annet slike opplysninger som aktørene plikter å offentliggjøre i henhold til handelsreglene på det aktuelle markedet.<sup>11</sup> For det andre er alle andre opplysninger som normalt gjøres tilgjengelig for deltakere på det aktuelle markedet omfattet. Dette vil være opplysninger som gjøres tilgjengelige uten at opplysningene offentliggjøres som følge av plikter som påhviler aktørene.<sup>12</sup> Kredittilsynet legger til grunn at innsideinformasjon – som for vurderingen av andre finansielle instrumenter – vil være opplysninger som en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning.<sup>13</sup>

Handel på opplysninger som normalt ikke gjøres tilgjengelige for deltakerne på markedet vil ikke være straffbar innsidehandel. Imidlertid vil misbruk av slike opplysninger – etter omstendighetene – kunne rammes av andre straffesanksjonerte bestemmelser, herunder vphl. § 3-9 om god forretningsskikk.<sup>14</sup>

Kredittilsynet har foreløpig ikke sett behov for å fastsette forskrift om hva som er å anse som akseptert markedspraksis når det gjelder hvilke opplysninger deltakerne på varederivatmarkedet kan forvente å motta. Kredittilsynet legger uansett til grunn at det er om opplysningene ”normalt gjøres tilgjengelig” eller ”skal offentliggjøres”, jf. vurderingstemaet oppgitt i bestemmelsens fjerde ledd annet punktum, som er relevant i forhold til hvilke opplysninger deltakerne kan forvente å motta.

## **4. Misbruk av innsideinformasjon, vphl. § 3-3**

### **4.1 Lovens ordlyd**

*§ 3-3. Misbruk av innsideinformasjon*

*Tegning, kjøp, salg eller bytte av finansielle instrumenter eller tilskyndelse til slike disposisjoner, må ikke direkte eller indirekte foretas for egen eller fremmed regning av noen som har innsideinformasjon.*

*Første ledd gjelder bare ved misbruk av innsideinformasjon nevnt i § 3-2. Første ledd er ikke til hinder for normal utøvelse av tidligere inngått opsjons- eller terminkontrakt ved kontraktens utløp.*

---

<sup>11</sup> Se for eksempel Nord Pools ”Market Conduct Rules”.

<sup>12</sup> For fraktderivater som er notert på IMAREX vil dette typisk kunne være informasjon om olje- og bensinlagrene som U.S. Department of Energy offentliggjør hver onsdag eller OPECs beslutninger om produksjon.

<sup>13</sup> Det kan av vphl. § 3-2 annet ledd utledes et indirekte krav om kurspåvirkning ettersom opplysningene må være såpass spesifikke at det kan trekkes en ”slutning om den mulige påvirkningen [...] på kursen til de finansielle instrumentene”.

<sup>14</sup> Se Ot.prp. nr. 12 (2004-2005), side 30.

## 4.2 Handelsforbud

Forbudet mot innsidehandel gjelder enhver som "har innsideinformasjon". Det er ingen krav om at det skal være årsakssammenheng mellom innsideinformasjonen og den handlendes transaksjonsbeslutning.

Etter som forbudet gjelder for den som "har innsideinformasjon", kan en person i utgangspunktet handle uavhengig av om andre i foretaket hvor vedkommende er ansatt har slik informasjon. Dette understreker viktigheten av at foretakene etablerer tilfredsstillende interne rutiner som sikrer at den som fatter investeringsbeslutninger avskjæres fra innsideinformasjon som ligger andre steder i foretaket, jf. vphl. § 3-4 annet ledd og punkt 5.3 nedenfor.

Uaktsomme overtredelser vil omfattes av bestemmelsen, jf. vphl. § 17-3 første ledd. Kravet til aktsomhet vil være relativt i den forstand at vurderingen skjerpes for personer med særlig kjennskap eller tilknytning til innsideinformasjonen.<sup>15</sup>

## 4.3 Transaksjoner som omfattes av forbudet

### 4.3.1 Tegning, kjøp, salg eller bytte

Forbudet retter seg både mot tegning, kjøp, salg eller bytte av finansielle instrumenter. Tegningstidspunktet er når investor er avtalerettslig bundet av tegningen.

Forbudet mot å bytte finansielle instrumenter innebærer en presisering av at ethvert kjøp og salg omfattes av bestemmelsen, uavhengig av vederlagets art.

Innleggelse av transaksjonsoppdrag (ordre) vil kunne være straffbart som *forsøk* på innsidehandel dersom ordren ikke gjennomføres, jf. straffeloven § 49. Det forutsettes da at investoren som legger inn ordren har innsideopplysninger.

Dersom investoren får innsideopplysninger om det aktuelle verdipapiret etter innleggelse av ordre, men før ordren er utført, vil unnlattelse av å trekke tilbake oppdraget kunne innebære straffbar overtredelse av innsidehandelforbudet.<sup>16</sup>

### 4.3.2 Arv, gave, innløsning

Innsidehandelforbudet kommer ikke til anvendelse når finansielle instrumenter skifter eier ved arv, skifte eller gave. Innløsning av aksjer i forbindelse med kapitalnedsettelse med samtidig utbetaling til aksjonærene etter allmennaksjeloven § 12-1, må også antas å falle utenfor bestemmelsens virkeområde.<sup>17</sup>

## 4.4 Tilskyndelsesforbud

Det er også forbudt for den som har innsideopplysninger å tilskynde til tegning, kjøp, salg eller

---

<sup>15</sup> Jf. Ot.prp. nr. 12 (2004-2005), side 31.

<sup>16</sup> Se uttalelsene i Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) side 29 og mindretallets uttalelser i dom av Borgarting lagmannsrett av 16.02.04 nr. 03-01353 M/02.

<sup>17</sup> Innløsning etter allmennaksjeloven § 12-1 må holdes atskilt fra selskapets erverv av egne aksjer som følge av allmennaksjeloven kapittel 9. Selskapets kjøp, salg eller bytte av egne aksjer vil omfattes av forbudet mot innsidehandel i vphl. § 3-3 første ledd, i den grad den eller de personer som foretar handlingen har innsideopplysninger.

bytte av finansielle instrumenter. Forbudet mot tilskyndelse omfatter typisk oppfordring til andre om å foreta en handel, uavhengig av om den som kjøper/selger får kjennskap til de aktuelle innsideopplysningene.<sup>18</sup> Straffbar tilskyndelse kan foreligge uavhengig av om den man tilskynder faktisk handler.<sup>19</sup>

Forbudet omfatter ikke avgivelse av råd om å avstå fra å handle. Slike tilfeller vil derimot kunne fanges opp av rådgivningsforbudet i vphl. § 3-7, se punkt 8 nedenfor.

#### **4.5 Handel foretatt for egen regning**

Innsidehandelsforbudet gjelder handel som foretas for egen regning, uavhengig av hvem som foretar handelen. Dette innebærer blant annet at forbudet gjelder i fullmakts- og forvaltningsforhold dersom oppdragsgiveren har innsideinformasjon og den som utfører oppdraget (for eksempel et verdipapirforetak) utfører handler innenfor oppdragsgiverens instruksjoner. Dersom oppdragsgiveren har innsideopplysninger, må han/hun gjennom instruksjoner til den som utfører oppdraget sørge for at det ikke handles for hans/hennes regning i de finansielle instrumentene opplysningene er knyttet til.<sup>20</sup> Forutsetningen må være at henvendelsen kan skje på en slik måte at oppdragsgiveren ikke gir innsideinformasjon til forvalteren og dermed kommer i konflikt med taushetsplikten.<sup>21</sup>

#### **4.6 Handel foretatt for fremmed regning**

Innsidehandelsforbudet gjelder også for transaksjoner foretatt i eget navn, men for fremmed regning.

Også handler som foretas i fremmed navn for fremmed regning vil omfattes av bestemmelsen. For eksempel vil en ansatt i et foretak som har innsideinformasjon om et finansielt instrument også være avskåret fra å handle i dette finansielle instrumentet på vegne av foretaket han/hun er ansatt i.

#### **4.7 Misbruksreservasjonen**

Forbudet mot innsidehandel gjelder bare ved misbruk av innsideopplysninger, jf. vphl. § 3-3 annet ledd. Om det foreligger et misbrukstilfelle, avhenger av omstendighetene i det konkrete tilfellet. Et eksempel der det ikke foreligger misbruk selv om en person har innsideinformasjon, fremgår av loven selv, nemlig normal utøvelse av tidligere inngått opsjons- eller terminkontrakt ved kontraktens utløp, jf. vphl. § 3-3 annet ledd andre punktum. Dette må gjelde tilsvarende ved normal innfrielse av konvertible obligasjoner.

Utøvelse av tegningsrett som er ervervet før innehaveren får innsideinformasjon, omfattes etter ordlyden ikke av unntaket for tidligere inngått opsjons- eller terminkontrakt i vphl. § 3-3 annet ledd andre punktum. Normal utøvelse av tegningsrett som er ervervet før innehaveren mottok innsideinformasjon kan imidlertid omfattes av misbruksreservasjonen i vphl. § 3-3 annet ledd

---

<sup>18</sup> Se dom Oslo tingrett 19.09.03 i sak 03-2621M/30 og dom Oslo tingrett 07.11.2007 i sak TOSLO-2006-105458.

<sup>19</sup> Se dom fra Oslo tingrett 07.11.07 i sak TOSLO-2006-105458

<sup>20</sup> Jf. Ot.prp. nr. 29 (1996-1997), side 32.

<sup>21</sup> For å begrense disse situasjonene, synes det tilrådelig å påse at forvaltningsoppdraget ikke omfatter de finansielle instrumentene vedkommende regelmessig er innsider i.

første punktum. Eksempelvis antar Kredittilsynet at utøvelse av tidligere ervervet tegningsrett som har en økonomisk verdi, på eller tett opp til utløpsdato, normalt ikke kan anses som misbruk av innsideinformasjon i strid med vphl. § 3-3.<sup>22</sup>

Det er i forarbeidene<sup>23</sup> og markedsmisbruksdirektivets fortale<sup>24</sup> gitt flere eksempler der det er antatt at det ikke foreligger misbruk:

- Passiv utføring av kundeordre.
- Dersom to eller flere personer samarbeider om for eksempel oppkjøp, og man vet at de samarbeider med også handler aksjer og at offentliggjøring av dette forholdet ville bidratt til å presse kursen opp.
- Dersom vedkommende som har innsideinformasjon fullt ut informerer motparten (i den grad reglene om taushetsplikt ikke er til hinder for det, jf. vphl. § 3-4 første ledd og punkt 5 nedenfor).
- En investor handler i motsatt retning av den retning innsideinformasjonen er egnet til å påvirke kursen.
- Kjennskap til egne transaksjonsbeslutninger for egen regning, selv om transaksjonen vil komme til å påvirke kursen merkbart.
- Arbeidsgivers utstedelse av såkalte ansatteopsjoner vil normalt ikke innebære misbruk av innsideopplysninger, selv om utstedelsen skjer samtidig som det foreligger innsideopplysninger hos utstederforetaket og/eller blant dets ansatte. Det forutsettes da at ansatteopsjonene inngås som direkte avtaler mellom utstederforetaket og dets ansatte om rett til tegning/kjøp av aksjer i utstederforetaket.

Eksemplene vil være retningsgivende for vurderingen av om det foreligger misbruk i andre type tilfeller.

## **5. Taushetsplikt og tilbørlig informasjonshåndtering, vphl. § 3-4**

### **5.1 Lovens ordlyd**

*§ 3-4. Taushetsplikt og tilbørlig informasjonshåndtering*

*Den som har innsideinformasjon må ikke gi slike opplysninger til uvedkommende.*

*Den som har innsideinformasjon plikter i sin behandling av slike opplysninger å utvise tilbørlig aktsomhet, slik at innsideinformasjonen ikke kommer i uvedkommendes besittelse eller misbrukes. Utsteder av finansielle instrumenter og andre juridiske personer som regelmessig er i besittelse av innsideinformasjon, skal ha rutiner for sikker behandling av innsideinformasjon.*

### **5.2 Taushetsplikt**

Taushetsplikten omfatter enhver som har innsideinformasjon, også personer som tilfeldig får innsideinformasjon. Det samme gjelder investorer som får innsideinformasjon, for eksempel i

---

<sup>22</sup> Dette er sammenlignbart med "normal" utøvelse av tidligere ervervet opsjons- eller terminkontrakt.

<sup>23</sup> NOU 1996: 2 *Verdipapirhandel*, side 49.

<sup>24</sup> <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2003:096:0016:0025:EN:PDF>

forbindelse med plassering av større verdipapirposter i markedet. Forutsetning for straff er likevel at personen forstod eller burde forstått at det dreide seg om innsideinformasjon.<sup>25</sup>

Taushetsplikten gjelder overfor uvedkommende. I Ot.prp. nr. 29 (1996-1997), side 4, uttaler Finansdepartementet:

*Taushetsplikten skal ikke hindre informasjonsutveksling til personer med et begrunnet behov for opplysningene. Utstederselskapet må eksempelvis kunne gi opplysninger internt som er nødvendig for vanlig saksbehandling i selskapet. Eksternt må en kunne gi opplysninger som er nødvendig for den ordinære drift av virksomheten. Verken internt eller eksternt bør taushetsbelagte opplysninger videreformidles i større utstrekning enn det mottakeren har et naturlig og saklig behov for. Forøvrig vil departementet vise til utvalgets drøftelse av enkeltsituasjoner der spørsmålet er aktuelt i NOU 1996:2, s. 65-66.*

Bestemmelsen skal sikre at det kun er personer med et saklig og velbegrunnet behov for innsideinformasjon som gis tilgang til slike opplysninger. Dette gjelder både internt i selskapet og overfor eksterne. Hvem som er vedkommende for informasjonen må vurderes konkret. Det er viktig at ansatte i utstederselskap mv. har et bevisst og kritisk forhold til hvem som er rette vedkommende for innsideinformasjon. Utstederselskapet må til enhver tid ha kontroll på hvem som har mottatt innsideinformasjon.<sup>26</sup> Personer som er gjort til innsidere av utstederselskapet og har mottatt innsideinformasjon har taushetsplikt.

### 5.3 Informasjonshåndtering

Utover taushetsplikten er det krav om at enhver skal utvise tilbørlig aktsomhet i sin omgang med innsideinformasjon for å hindre at innsideinformasjon ”kommer i uvedkommendes besittelse eller misbrukes”. Eksempelvis skal innsideinformasjon ikke omtales i nærvær av uvedkommende. Personen som har innsideinformasjon skal sørge for at oppbevaring og distribusjon av slik informasjon skjer på en forsvarlig måte.

Kravet til tilbørlig håndtering av innsideinformasjon gjelder uavhengig av om det regulerte markedet er åpent eller stengt.

I kravet vil det – etter omstendighetene – også ligge at avgiveren av innsideinformasjon må gjøre mottakeren oppmerksom på at det dreier seg om innsideinformasjon og betydningen av dette, se også punkt 6.6.

Utstedere av finansielle instrumenter og andre juridiske personer som regelmessig er i besittelse av innsideinformasjon, skal ha rutiner for sikker behandling av slik informasjon. Tilfredsstillende rutiner vil kunne bidra til å svekke en eventuell mistanke om at innsideinformasjon utnyttes.

Utstederselskapene må legge til rette for at oppbevaring av saksdokumenter, adgang til databaser, kopiering, arkivering, makulering og forsendelse av slike opplysninger kan skje på en måte som sikrer at de kurssensitive opplysningene ikke vil komme i uvedkommendes besittelse. I forhold til kurssensitive opplysninger om for eksempel regnskapstall, salgstall etc. kan også ansatte hos utsteder anses som uvedkommende. Den enkelte utsteder må vurdere

<sup>25</sup> Jf. Ot.prp. nr. 12 (2004-2005), side 35.

<sup>26</sup> Jf. dom avsagt i Oslo tingrett 24.03.09 i sak 08-153951MED-OTIR/08

behovet for retningslinjer for informasjonshåndtering ved uforutsette begivenheter av kurssensitiv betydning, for eksempel der virksomheten er sensitiv for driftsstans. Ved fusjoner, virksomhetsoverdragelser og større kontraktsforhandlinger kan det være behov for å oppstille rutiner for anonymisering av saksdokumenter, rapporter, analyser og lignende.

For andre enn utstederselskapene er kravet om rutiner særlig aktuelt for selskapets rådgivere, typisk verdipapirforetak, advokatfirmaer, revisjonsfirma og medierådgivningsselskaper.<sup>27</sup> Det samme gjelder for juridiske personer som regelmessig mottar innsideinformasjon fordi de er representert i et utstederselskaps styre. Også banker som regelmessig mottar kurssensitive opplysninger fra utstederselskaper i forbindelse med kredittgivning/låneforhold, må ha rutiner for sikker behandling av slike opplysninger.

Kravet til rutiner vil avhenge av hvem i virksomheten som mottar innsideinformasjon, hvor hyppig slik informasjon mottas og hvordan virksomheten for øvrig er organisert.

For øvrig vil kravet til rutiner også gjelde for aktører i varederivatmarkedet som regelmessig er i besittelse av innsideinformasjon.

## **5.4 Særlig om informasjonshåndtering i forbindelse med bookbuildingprosesser**

### **5.4.1 Innledning**

Kredittilsynet har ved flere anledninger erfart at det forekommer lekkasjer og manglende rutiner for informasjonshåndtering i forbindelse med plasseringer av større poster børsnoterte aksjer ved såkalte bookbuildingprosesser. Med bookbuildingprosess mener Kredittilsynet en situasjon der et verdipapirforetak søker å selge/plassere en større post finansielle instrumenter ved å kontakte et utvalg investorer. Prosessen gjennomføres vanligvis etter et ”auksjonsprinsipp” der investorene blir bedt om å legge inn bud på instrumentene de er interessert i på ulike nivåer. En bookbuilding vil vanligvis foregå over kort tid og til en rabatterert kurs, gjerne i form av et prisintervall som vil kunne endres i lys av budene som inngis.

Under følger en redegjørelse for hvilke krav Kredittilsynet mener må stilles til slike prosesser. Selv om vektleggingen i det følgende er på store salgsordre for aksjer notert på norsk børs som skal plasseres i annenhåndsmarkedet ved en bookbuildingprosess, kan vurderingene ha betydning for informasjonshåndteringen under plassering av større ordre generelt, herunder kjøpsordre og emisjoner.

### **5.4.2 Håndtering og videreformidling av innsideinformasjon**

Den som er i en innsideposisjon, får et handelsforbud. Det følger av vphl. § 10-11 om god forretningsskikk at verdipapirforetaket ikke skal sette sine kunder i en slik posisjon mot kundens vilje. Plikten til tilbørlig informasjonshåndtering og kravet til god foretningsskikk medfører følgelig at investorer som kontaktes av verdipapirforetakene, må gi sitt samtykke før innsideinformasjon meddeles disse. Mottakeren vil i denne forbindelse måtte gjøres kjent med at det gjelder innsideopplysninger, og etter omstendighetene, konsekvensen av dette. Spørsmålet om rekkevidden og konsekvensene av denne plikten er drøftet under punkt 6.6.

---

<sup>27</sup> Dette vil komme i tillegg til de mer generelle virksomhetsreglene rådgiveren kan være underlagt.

Verdipapirforetakene må ha et gjennomtenkt og kritisk opplegg for videreformidling av innsideopplysninger i forbindelse med bookbuildingprosesser, slik at risikoen for lekkasjer og misbruk reduseres til et minimum.<sup>28</sup>

Hva som er innsideinformasjon, må vurderes konkret. Spørsmålet er om de som kontaktes, kan utnytte informasjonen på bekostning av markedet for øvrig. Ved denne vurderingen vil man måtte se hen til hva som finnes av informasjon i markedet fra før og hos den enkelte investor, samt hvilken aksje det gjelder og markedsforholdene for øvrig.

Kunnskap om en investors ordre om kjøp eller salg av en større post aksjer kan utgjøre innsideinformasjon. Etter omstendighetene vil også måten ordren plasseres på, for eksempel prisintervallet, tidsperspektivet og hvem som har inngitt ordren, kunne være kurssensitivt. Videre vil ikke-eksakte eller ufullstendige opplysninger omkring ordren også kunne utgjøre innsideinformasjon. Kredittilsynet antar for eksempel at navnet på aksjen alene, under gitte omstendigheter, også kan utgjøre innsideinformasjon. Kredittilsynet anbefaler derfor verdipapirforetakene å utvise varsomhet med å identifisere selskapet oppdraget gjelder før investorene har blitt gjort til "innsidere". Situasjonen vil ofte være at en fornuftig investor vil kunne slutte at henvendelsen sannsynligvis gjelder plassering av en større post som er egnet til å påvirke kursen negativt.

Investorene bør, uavhengig av om de eier aksjen det er tale om fra før, gis den samme, begrensede informasjonen før de blir gjort til "innsidere". I motsatt fall vil investorer gjennom sine kontaktflater kunne sette sammen fragmenter til et mer meningsfylt hele. Dette følger ikke bare av kravet til tilbørlig informasjonshåndtering, men også av hensynet til markedets integritet/kravet til god forretningskikk, jf. vphl. § 10-11.

Mange av problemene knyttet til håndtering av innsideinformasjon kan unngås hvis man forhåndsannonserer bookbuildingprosessen. Et alternativ som også reduserer risikoen for misbruk av innsideinformasjon, er gjennomføring av bookbuildingen utenfor børsens åpningstid. Verdipapirforetakene bør gjøre en konkret vurdering i hvert tilfelle for å se om det ikke kan være mulig å vente med å påbegynne bookbuildingen til etter at børsen har stengt.

### **5.4.3 Utligning av informasjonsasymmetri**

Et spørsmål som har oppstått, er tidspunktet for når informasjonsasymmetrien under en bookbuilding opphører, med andre ord tidspunktet investorene som kontaktes igjen kan handle (for eksempel ved å selge aksjene de har kjøpt). Som utgangspunkt vil det klare skjæringstidspunktet være tidspunktet da salget av posten blir kjent i markedet (det vil si etter at handelen er innmeldt til børsen). Informasjonsasymmetrien anses normalt ikke som utlignet på transaksjonstidspunktet, det vil si tildelingstidspunktet under bookbuildingen.

I enkelte tilfeller vil informasjonsasymmetrien ikke utlignes med verdipapirforetakets innrapportering. Et eksempel her er salg av aksjer på vegne av primærinnsidere. Etter omstendighetene vil investorene her risikere å være "innelåst" inntil primærinnsidermeldingen etter vphl. § 4-1 inngis. For å søke å ha et klart skjæringspunkt, og for at investorer skal komme ut av innsideposisjonen så snart som mulig, anbefaler Kredittilsynet at slik melding inngis samtidig, eller nær i tid med at posten krysses over børs. Selv om det er primærinnsidernes plikt å sende slik melding, vil Kredittilsynet anbefale at verdipapirforetaket og primærinnsiderne i forkant av transaksjonen har diskutert tidspunktet for innsendelse av

---

<sup>28</sup> Jf. også vphl. § 10-9 som er videre enn § 3-4 i den forstand at opplysninger om en bookbuilding som ikke er innsideinformasjon (for eksempel en kundes kjøpsinteresse), også vil kunne være taushetsbelagte.

meldingen og at dette koordineres mellom verdipapirforetaket og primærinnsiderne. For øvrig vises det til punkt 10.8.

I tilfeller der bookbuildingen mislykkes og transaksjonen ikke blir gjennomført som planlagt, må tidspunktet for når informasjonsasymmetrien opphører, vurderes konkret. Som et utgangspunkt antar Kredittilsynet at skjæringstidspunktet er når det er klart at bookbuildingen mislykkes og er avsluttet. Det kan imidlertid ikke utelukkes at informasjon som er gitt til potensielle investorer i forbindelse med bookbuildingprosessen under gitte omstendigheter kan utgjøre innsideinformasjon også etter at den aktuelle bookbuildingen er avsluttet.

## **5.5 Særlig om adgangen for mellommannen til å formidle ordrebokinformasjon i forbindelse med oppdrag for primærinnsidere**

Kredittilsynet har erfart at det foreligger uklarhet om verdipapirhandelloven tillater verdipapirforetak å gi potensielle motparter/kunder opplysninger om ordren der oppdragsgiver er meldepliktig før en eventuell handel.

Det som sies om den ovennevnte problemstillingen, kan også ha interesse for meglerens håndtering av annen kurssensitiv informasjon om ordreboken, som for eksempel kjøp/salg av store poster.

Kredittilsynet antar at det ikke skal mye til før en meldepliktig handel foretatt av en primærinnsider (eller ordre knyttet til en slik handel) som ikke er bagatellmessig, vil være å betrakte som innsideinformasjon. Sensitiviteten av en slik handel/ordre antas å ville bero på omstendigheter som postens størrelse, primærinnsiderens stilling, om det finansielle instrumentet er solgt på ordinært vis eller ved reduksjon av lånefinansierte aksjeposter (for eksempel etter mislighold), primærinnsiderens beholdning etter transaksjonen og markedssituasjonen for det finansielle instrumentet, herunder volatilitet.

Omstendighetene kan tilsi at potensielle motparter kan ”gjøres til rette vedkommende” etter vphl. § 3-4, jf. punkt 5.2. Imidlertid kan opplysninger om meldepliktiges kjøps/-salgsordre ikke gis en motpart i større utstrekning enn det som er strengt nødvendig. Dette betyr for eksempel at det i situasjoner hvor en ordre uten problemer kunne vært gjennomført over børs, ikke vil foreligge et tilstrekkelig behov for å gi denne type opplysninger til motparten. Hvordan oppdraget mest hensiktsmessig kan utføres, vil måtte bero på et skjønn fra mellommannens side. Imidlertid må skjønn utøves på en forsvarlig måte. Ønske om større samlet kurtasjeinntekt vil for eksempel være et klart utenforliggende hensyn ved skjønnutøvelsen.

Dersom innsideopplysninger gis videre, må foretaket/megleren forvise seg om at motparten er klar over at opplysningene er innsideopplysninger og hvilke rettslige konsekvenser misbruk av slike opplysninger kan få. Det skal videre innhentes erklæringer fra mottaker som forplikter vedkommende til å holde opplysningene hemmelig og ikke videreformidle eller utnytte disse. Det påligger mellommannen å kunne godtgjøre at slik erklæring er innhentet. I den grad slik erklæring gjøres ved lydopptak, skal kunden på lydopptaket gjøres oppmerksom på at erklæringen er sikret ved slikt opptak.

Det følger av vphl. § 3-4 annet ledd at ”[...] juridiske personer som regelmessig er i besittelse av innsideinformasjon, skal ha rutiner for sikker behandling av innsideinformasjon”, se punkt 5.3. En plikt for verdipapirforetakene til å ha betryggende rutiner og kontroll med

innsideinformasjon, følger også av vphl, § 9-11. Foretaket må sikre kontroll med at opplysninger om primærinnsiders handel ikke gis kunder/motparter på annen måte eller i større utstrekning enn det er adgang til, jf. omtalen over.

Ansatte i verdipapirforetak har taushetsplikt om det de under sin virksomhet får kjennskap til om andres forhold, jf. vphl. § 10-9. Megler får derfor ikke formidle primærinnsiderens identitet uten at primærinnsideren samtykker. Tilsvarende gjelder i situasjoner hvor det er overveiende sannsynlig at primærinnsiderens kan identifiseres på grunn av ordrens karakter og forholdene for øvrig.

## **5.6 Transaksjoner på tvers av landegrensene**

Verdipapirhandellovens regler om håndtering og misbruk av innsideinformasjon gjelder finansielle instrumenter som er, eller søkes notert på regulert marked i Norge, uavhengig av om utsteder og/eller investor er utenlandske, jf. vphl. § 3-1. Dette medfører blant annet at bestemmelsene i kapittel 3 kommer til anvendelse uansett hvor handlingen utføres. Kjøp av en norsknotert aksje fra for eksempel Sverige, vil med dette kunne rammes av forbudet mot innsidehandel. Videre plikter verdipapirforetak som henvender seg til utenlandske investorer å behandle disse på samme måte som norske investorer. Tilbørlig informasjonshåndtering tilsier at norske verdipapirforetak som skal plassere en større post verdipapirer med hjelp av utenlandske medhjelpere, treffer tiltak for å påse at oppdraget som helhet blir gjort i henhold til kravene som følger av norsk rett.

## **6. Krav om listeføring, vphl. § 3-5**

### **6.1 Lovens ordlyd**

*§ 3-5. Liste over personer med tilgang til innsideinformasjon*

*Utsteder av finansielle instrumenter skal sørge for at det føres en liste over personer som gis tilgang til innsideinformasjon. Dersom en person som gis tilgang til innsideinformasjon er en juridisk person, skal listen omfatte dennes ansatte, tillitsvalgte, medhjelpere mv. som gis tilgang til informasjonen.*

*Listen skal oppdateres fortløpende og inneholde opplysninger om identiteten til personene med tilgang til innsideinformasjonen, dato og klokkeslett personene fikk tilgang til slik informasjon, funksjonen til personene, årsaken til at personene er på listen og dato for nedtegning og endring av listen. Listen skal oppbevares på betryggende vis i minst 5 år etter utarbeidelse eller oppdatering, og oversendes Kredittilsynet på forespørsel.*

*Utsteder av finansielle instrumenter skal sørge for at personer som gis tilgang til innsideinformasjon er kjent med de plikter og ansvar dette innebærer, samt straffeansvaret som er forbundet med misbruk eller uberettiget distribusjon av slike opplysninger. Utsteder av finansielle instrumenter skal kunne dokumentere overfor Kredittilsynet at personer som gis tilgang til innsideinformasjon er kjent med sine plikter etter første punktum.*

## 6.2 Generelt

Utstederforetakene er pålagt plikter når personer gis tilgang til innsideinformasjon. Den sentrale plikten er at utsteder skal sørge for at det blir ført lister over personer som gis innsideinformasjon. Denne plikten må holdes atskilt fra plikten utstederselskapene har til å føre oversikt over selskapets primærinnsidere i forbindelse med meldeplikten, jf. vphl. § 4-1 fjerde ledd og punkt 10.6.

Listene skal omfatte alle personer som gis tilgang til innsideinformasjon, inkludert de ansatte i utstederforetaket. Videre pålegger bestemmelsen utstedere å sørge for at personer med tilgang til innsideinformasjon er kjent med de plikter og ansvar dette innebærer, at dette kan dokumenteres, og at listene oppbevares på betryggende vis.

Bakgrunnen for bestemmelsen er først og fremst kontrollhensyn. Dersom kontrollmyndighetene ikke raskt kan danne seg en oversikt over hvem som har hatt tilgang til innsideinformasjon på et gitt tidspunkt, vil en kontrollundersøkelse kunne bli vesentlig vanskeliggjort. I tillegg antas bestemmelsen å skjerpe bevisstheten omkring håndtering av innsideinformasjon.

Utstederselskapet plikter å oversende listene til Kredittilsynet og regulert marked på forespørsel, jf. vphl. § 3-5 annet ledd og § 5-3 tredje ledd.

Plikten til å føre lister vil først og fremt ha betydning når det oppstår innsideinformasjon i et utstederselskap uten at informasjonen blir offentliggjort straks, med andre ord når utstederselskapet velger å utsette offentliggjøring av innsideinformasjon etter vphl. § 5-3.

## 6.3 Pliktsubjektet

Plikten til å sørge for at det føres fullstendige lister, at personer som er gitt tilgang til innsideinformasjon er kjent med ansvaret dette innebærer, dokumentasjon omkring dette, samt betryggende oppbevaring av listene, påhviler utstederen av de finansielle instrumentene. Det er imidlertid ikke noe krav om at utstederselskapet selv må utføre disse oppgavene. Særlig kan det – der forholdene er lagt til rette for det – være naturlig å la selskapets profesjonelle rådgivere, for eksempel verdipapirforetak, advokater og revisorer, påta seg disse oppgavene på vegne av utstederforetaket så langt det gjelder rådgivernes egen informasjonshåndtering. Det er imidlertid utstederselskapet som er ansvarlig for at pliktene blir overholdt og at en fullstendig oversikt kan utleveres Kredittilsynet på forespørsel. Etter som utstederforetaket vil være ansvarlig for feil begått av deres medhjelpere, bør selskapet forvise seg om at medhjelperne har evne til å oppfylle pliktene og at det foreligger klare ansvarsforhold overfor oppdragsgiveren. Medhjelperens plikter bør derfor forankres i oppdragsdokumenter eller lignende. Utstederens ansvar kan også – etter omstendighetene – innebære at utstederen bør føre en nærmere kontroll med at medhjelperen faktisk oppfyller pliktene og holde seg à jour på omfanget av spredningen av innsideinformasjonen.

## 6.4 Listeføringen

Enhver person som ”gis tilgang” til innsideinformasjon, skal føres på listen. Det er altså ikke lenger noe krav om at personene faktisk har mottatt innsideinformasjon, så lenge de er gitt tilgang til informasjonen.

Listeføringsplikten utløses for innsideinformasjon som angår utstederselskapet eller dets finansielle instrumenter. Informasjon utstederselskapet mottar som bare angår andre selskaper notert på regulert marked, vil dermed ikke medføre listeføringsplikt for førstnevnte selskap. En annen sak er at en slik plikt ofte vil følge av avtale med det andre selskapet notert på regulert marked.<sup>29</sup> For øvrig vil plikten til tilbørlig informasjonshåndtering i vphl. § 3-4 uansett ofte medføre at mottakeren må ha rutiner for sikker behandling av innsideinformasjon, både den som angår selskapet selv og andre.

Det må vurderes konkret når innsideinformasjon anses å foreligge og hva som anses å utgjøre ”tilgang til” slik informasjon. Utstederforetakene må ha rutiner for å påse at det på regelmessig basis vurderes hvilke personer i og utenfor foretaket som må stå på listen. Tilsvarende vil gjelde profesjonelle rådgivere og tilretteleggere mv. som opptrer på oppdrag fra foretaket.

Dersom mottakeren av opplysningene er en juridisk person, skal listen også omfatte fysiske personer i foretaket som er gitt tilgang til opplysningene, jf. vphl. § 3-5 første ledd annet punktum. Hver enkelt medarbeider innad i den juridiske personen, for eksempel et revisjonsselskap eller advokatfirma som får tilgang til innsideinformasjonen, skal føres opp på listen til utstederforetaket. For revisjonsselskaper må listen minst omfatte personer som deltar direkte i revisjon av utstederforetaket.

I kontraktsforhandlinger vil utstederselskapet ha plikt til å listeføre kontraktspartener som gis tilgang til innsideinformasjon om utstederen som har oppstått uavhengig av forhandlingene. Kredittilsynet legger derimot til grunn at utstederen ikke har plikt til å føre liste over personer i det selskapet de forhandler med bare fordi disse personene har informasjon om forhandlingen som sådan. I sistnevnte tilfelle er det neppe naturlig å forstå det slik at motparten er ”gitt tilgang” i lovens forstand. Kredittilsynet vil likevel anbefale utstederselskapet å føre på listen de personene som det har hatt direkte kontakt med hos motparten i forhandlingen.

Kredittilsynet legger videre til grunn at bestemmelsen skal tolkes innskrenkende når det gjelder personer ansatt på regulert marked som mottar innsideinformasjon etter vphl. kapittel 5. Disse personene skal ikke føres på listen.

## **6.5 Krav til listens innhold og oppbevaring**

Listen skal oppdateres fortløpende og inneholde opplysninger om identiteten til personene med tilgang til innsideinformasjonen, dato og klokkeslett personene fikk tilgang til slik informasjon, funksjonen til personene, årsaken til at personene er på listen og dato for nedtegning og endring av listen.

Kravet om tidspunkt innebærer at man så langt det er praktisk mulig skal angi klokkeslettet vedkommende person ble gitt tilgang til innsideinformasjon. Dersom det for eksempel er sendt ut styreinncallelse med innsideinformasjon, er det tilstrekkelig at avsendelsestidspunktet er notert. Foreligger det innsideinformasjon etter en utviklingsprosess, vil det være tidspunktet informasjonen ble innsideinformasjon på som er relevant for listeføringsplikten.

Videre skal personens funksjon oppgis på listen. Her vil normalt stillingsbetegnelsen være

---

<sup>29</sup> For eksempel der en bank som har børsnoterte verdipapirer mottar innsideopplysninger fra et annet børsnotert selskap i forbindelse med en kredittvurdering.

tilstrekkelig. Årsaken til at vedkommende står på listen skal angis for å identifisere tilknytningsforholdet mellom personen og innsideinformasjonen. Eksempelvis kan en person stå på listen fordi vedkommende arbeider med kurssensitive regnskapstall, mens en annen er der fordi han arbeider på et kurssensitivt prosjekt. Kredittilsynet mener utstederselskapet bør operere med ulike lister for de forskjellige begivenhetene hvor det oppstår innsideinformasjon.

Listen skal være ajourført og oppdateres fortløpende. Dato for nedtegning og endring av listen skal fremgå av den, uten at personer fjernes. Dersom innsideinformasjonen "bortfaller", for eksempel som følge av at forhandlinger avsluttes uten at en planlagt avtale inngås, skal tidspunktet oppføres.

Når det gjelder informasjon som knytter seg til den periodiske regnskapsavleggelsen, ser Kredittilsynet at kravene til listeføring kan bli svært byrdefulle og lite hensiktsmessige dersom dette blir praktisert strengt. Her antar Kredittilsynet at det er tilstrekkelig at utstederselskapet kan operere med en mer standardisert liste og at man ved egnede tidspunkter vurderer regnskapsinformasjon i forhold til innsideinformasjon<sup>30</sup>, jf. børssirkulære 3/2005. Imidlertid må endringer i personkretsen påføres listen (dato for når personer ikke lenger skal stå på listen skal påføres; personene skal ikke strykes), og listene må oppbevares på vanlig måte.

Listene skal oppbevares i minst 5 år. Det stilles ingen krav til listens form.

## **6.6 Plikt til å gjøre innsidere oppmerksomme på deres ansvar og dokumentasjon for dette**

Etter vphl. § 3-5 tredje ledd skal utstederen sørge for at personer som gis tilgang til innsideinformasjon er kjent med de plikter og ansvar dette innebærer, herunder straffeansvaret som er forbundet med misbruk eller uberettiget distribusjon av slike opplysninger. Siktemålet er å forhindre misbruk og lekkasjer av innsideinformasjon.

Hvilken aktivitetsplikt som må utvises av utstederen vil bero på omstendighetene, herunder mottakerens profesjonalitet i forhold til behandling av kurssensitive opplysninger. Overfor profesjonelle aktører i det norske verdipapirmarkedet (mellommenn, advokater) vil det normalt ikke være påkrevd å gjøre disse oppmerksomme på ansvaret. Denne type aktører forutsettes å kjenne reglene i verdipapirmarkedet og kunne foreta vurderingen omkring informasjonens kurssensitivitet. For andre personer kan omstendighetene tilsi at utstederselskapet, evt. medhjelperen under utstederens ansvar, uttrykkelig gjør disse oppmerksomme på informasjonens kurssensitivitet og det derav følgende ansvaret. Dette vil for eksempel gjelde der man gir medierådgivere, trykkere av prospekt eller utenlandske rådgivere tilgang til innsideinformasjon. Det samme gjelder for ansatte i utstederselskapet som har tilgang til innsideinformasjon.

Når det gjelder dokumentasjonskravet omkring ovennevnte, vil dette være relativt i den forstand at omstendighetene, herunder mottakerens profesjonalitet, vil ha betydning. Dokumentasjonskravet kan for norske profesjonelle aktører i verdipapirmarkedet oppfylles nettopp ved å vise til vedkommendes profesjonalitet. I andre tilfeller vil det kunne være nødvendig å fremvise skriftlig dokumentasjon, for eksempel at prosjektdeltakere har mottatt et sirkulær eller underskrevet en erklæring. Poenget må være at det ikke skal kunne sås tvil i

---

<sup>30</sup> For eksempel visse tidspunkter hvor regnskapstall sammenstilles.

ettertid ved om mottakere av innsideinformasjon har kjent informasjonens karakter og de derav følgende plikter.

## **7. Undersøkelsesplikten, vphl. § 3-6**

### **7.1 Lovens ordlyd**

#### *§ 3-6. Undersøkelsesplikt*

*(1) Før styremedlem, ledende ansatt, medlem av kontrollkomité eller revisor tilknyttet utstederforetaket foretar eller tilskynder til tegning, kjøp, salg eller bytte av finansielle instrumenter som er utstedt av foretaket, skal vedkommende foreta en forsvarlig undersøkelse av om det foreligger opplysninger som nevnt i § 3-2 om de finansielle instrumentene eller utstederen av disse i foretaket. Første punktum gjelder tilsvarende for varamedlem, observatør, styresekretær og direksjonssekretær til styret i utstederforetaket. Første punktum gjelder tilsvarende for ledende ansatt og styremedlem i foretak i samme konsern som normalt kan antas å få tilgang til innsideinformasjon.*

*(2) Undersøkelsesplikten gjelder også ved inngåelse, kjøp, salg eller bytte av opsjons- eller terminkontrakt eller tilsvarende rettigheter knyttet til finansielle instrumenter utstedt av foretaket samt ved tilskyndelse til slike disposisjoner.*

### **7.2 Personkretsen**

I vphl. § 3-6 første ledd fremgår det at undersøkelsesplikten gjelder for styremedlem, ledende ansatt, medlem av kontrollkomité, revisor, varamedlem, observatør, styresekretær og direksjonssekretær til styret i utstederforetaket. Videre gjelder bestemmelsen for ledende ansatt og styremedlem i foretak i samme konsern som normalt kan antas å få tilgang til innsideopplysninger. Denne kretsen er også relevant for personer som har meldeplikt, jf. vphl. § 4-1 første ledd.

I vurderingen av om en person er ”ledende ansatt” er det av betydning om vedkommende er i posisjon til å kunne påvirke disposisjoner selskapet foretar som kan være av kurssensitiv art. Videre er det av betydning om personen regelmessig har tilgang til informasjon som kvalitativt er på linje med informasjonen som administrerende direktør mottar.<sup>31</sup> Se også punkt 10.2 for mer om personkretsen.

### **7.3 Innholdet i undersøkelsesplikten**

Styremedlemmer, ledende ansatte mv. (såkalte primærinnsidere) må ”foreta en forsvarlig undersøkelse” av om det foreligger innsideopplysninger i foretaket før vedkommende foretar eller tilskynder til tegning, kjøp, salg eller bytte av finansielle instrumenter utstedt av foretaket. Primærinnsideren må aktivt undersøke om det foreligger innsideopplysninger i foretaket. I vurderingen av om det er foretatt en forsvarlig undersøkelse vil det være et relevant moment om primærinnsideren har overtrådt utstederselskapets eventuelle interne rutiner om undersøkelse. Gode interne rutiner vil dermed kunne tillegges betydning ved fastleggelsen av undersøkelsespliktens konkrete innhold.<sup>32</sup>

<sup>31</sup> Jf. Ot.prp. nr. 29 (1996-1997), side 34.

<sup>32</sup> Jf. Ot.prp. nr. 29 (1996-1997), side 37

Kredittilsynet legger til grunn at undersøkelse må skje i tilknytning til handel for egen regning, uavhengig av om det legges opp til handel gjennom en representant. Dette innebærer at primærinnsiderne har en undersøkelsesplikt også der det er en fullmektig/forvalter som skal gjennomføre en handel i selskapet primærinnsideren har tilknytning til. Det samme gjelder dersom handelen skal foretas for fremmed regning. Se også punkt 4.6.

## **8. Rådgivningsforbudet, vphl. § 3-7**

### *§ 3-7. Rådgivningsforbud*

*Den som har innsideinformasjon skal ikke gi råd om handel med finansielle instrumenter som innsideinformasjonen vedrører.*

Forbudet gjelder råd om handler i de finansielle instrumentene som innsideinformasjonen vedrører, herunder råd om å avstå fra å handle.<sup>33</sup>

Overtredelse av rådgivningsforbudet kan straffes uavhengig av om mottaker av rådet faktisk følger rådet.

## **9. Rapporteringsplikt, vphl. § 3-11**

### **9.1 Lovens ordlyd**

#### *§ 3-11. Rapporteringsplikt*

*Den som på forretningsmessig basis gjennomfører eller tilrettelegger transaksjoner i finansielle instrumenter, skal straks rapportere til Kredittilsynet hvis det foreligger rimelig grunn til mistanke om innsidehandel eller markedsmanipulasjon i tilknytning til slike transaksjoner. Departementet kan i forskrift bestemme at første punktum bare skal gjelde verdipapirforetak og kredittinstitusjoner.*

*Den som rapporterer etter første ledd, skal ikke informere noen andre om at melding er eller vil bli inngitt.*

*Opplysninger som i god tro meddeles Kredittilsynet etter første ledd, er ikke brudd på noen form for taushetsplikt og gir ikke grunnlag for erstatning eller straff.*

*Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om oversendelse av opplysninger til Kredittilsynet og om rapportering etter denne bestemmelsen.*

### **9.2 Generelt**

Plikten til å rapportere til Kredittilsynet ved mistanke om innsidehandel og markedsmanipulasjon kommer i tillegg til rapporteringsplikten etter

---

<sup>33</sup> Jf. Ot.prp. nr. 12 (2004-2005), side 46.

hvitvaskingsloven av 2009 § 18, jf. § 4, der finansinstitusjoner og verdipapirforetak skal rapportere mistanke om hvitvasking til Økokrim. Dersom et forhold medfører mistanke om både innsidehandel/markedsmanipulasjon og hvitvasking, skal forholdet meldes både til Kredittilsynet og Økokrim.

### **9.3 Saklig virkeområde**

Rapporteringsplikten etter vphl. § 3-11 gjelder for ”den som på forretningsmessig basis gjennomfører eller tilrettelegger transaksjoner i finansielle instrumenter”. Departementet har i verdipapirforskriften § 3-1 tredje ledd begrenset rapporteringsplikten til å gjelde for verdipapirforetak og kredittinstitusjoner, herunder de ansatte i slike institusjoner.

Rapporteringsplikten gjelder for virksomhet som ”gjennomfører eller tilrettelegger transaksjoner i finansielle instrumenter”. Slik virksomhet vil typisk omfatte verdipapirforetakenes investeringstjenester etter vphl. § 2-1 første ledd – og i en viss utstrekning – tilknyttede tjenester etter vphl. § 2-1 andre ledd. For kredittinstitusjoner som ikke er verdipapirforetak, vil slik virksomhet typisk være tjenester som ikke krever tillatelse etter vphl. § 9-2 andre ledd. Rapporteringsplikten kan imidlertid også oppstå i kredittinstitusjonenes utlånsvirksomhet som ledd i tilretteleggingen av transaksjoner i finansielle instrumenter.

Utenfor virkeområdet faller virksomhet som drives med tillatelse etter verdipapirfondloven § 2-1 annet ledd.

### **9.4 Tilknytningskravet**

Rapporteringsplikten gjelder ved mistanke ”i tilknytning til” transaksjoner som foretaket og dets ansatte tilrettelegger eller gjennomfører. Dette må forstås vidt. Det er neppe noe krav om at mistanken må gjelde den konkrete transaksjonen, såfremt det er denne som er utløsende for mistanken om innsidehandel eller markedsmanipulasjon. Videre vil rapporteringsplikten kunne utløses både i tilknytning til gjennomførte transaksjoner og ved forberedende handlinger i tilknytning til en forestående transaksjon.<sup>34</sup>

Foruten rapporteringsplikten ved mistenkelige transaksjoner foretatt av foretakets kunder, vil foretaket ha rapporteringsplikt der mistanken er knyttet til transaksjoner eller forberedelser gjort av én eller flere av foretakets ansatte. Forutsetningen er at vedkommende har benyttet – eller hatt til hensikt å benytte – selskapets systemer for å gjennomføre transaksjonen.

### **9.5 Rimelig grunn til mistanke**

Rapporteringsplikten oppstår for foretaket og virksomhetens ansatte når det foreligger ”rimelig grunn til mistanke om innsidehandel eller markedsmanipulasjon”. Kredittilsynet legger til grunn at vilkåret om ”rimelig grunn” ikke skal forstås strengt. Det kan ikke oppstilles noe krav om sannsynlighetsovervekt for at plikten skal utløses.

Det er heller ikke avgjørende når mistanken har oppstått. Dermed kan rapporteringsplikt oppstå så vel før transaksjonen er gjennomført, som etter at gjennomføring har

---

<sup>34</sup> Jf. uttalelsene i Ot.prp. nr. 12 (2004-2005), side 91.

skjedd eller forsøket er oppgitt/har mislyktes.

Spørsmålet om når det foreligger ”rimelig grunn til mistanke” må avgjøres konkret. Det kan være en rekke faktorer som samlet eller hver for seg kan utløse en slik mistanke. Det kan derimot ikke oppstilles noen vidtgående undersøkelsesplikt for den rapporteringspliktige. Den som skal gjennomføre eller tilrettelegge en transaksjon må avstå fra dette dersom vedkommende forstår eller burde forstå at han medvirker til en overtredelse av de angjeldende bestemmelsene. Etter som rapporteringsplikten inntreffer allerede ved ”rimelig grunn til mistanke”, vil formodentlig transaksjonen i normalt tilfelle kunne gjennomføres uten at gjennomføreren eller tilretteleggeren står i fare for å pådra seg et medvirkningsansvar. Omstendighetene kan imidlertid være slik at vedkommende allerede i forkant av den påtenkte transaksjonen bør forstå at en gjennomføring vil innebære en straffbar overtredelse, for eksempel der en investor, som kanskje har en sentral stilling i utstederselskapet, meddeler at han har innsideinformasjon. I disse tilfellene vil megleren måtte avstå fra gjennomføringen, og rapportere forholdet til Kredittilsynet.

Når det gjelder indikasjoner på innsidehandel eller markedsmanipulasjon vises det til CESRs (Committee of European Securities Regulators)<sup>35</sup> veiledninger på såkalt nivå 3 (level 3).<sup>36</sup>

## 9.6 Frist for meldingen

Dersom det foreligger rimelig grunn til mistanke skal dette straks rapporteres til Kredittilsynet. Meldingen skal dermed gis uoppfordret og umiddelbart. Dette gjelder selv om ikke all dokumentasjon som skal oversendes Kredittilsynet foreligger på dette tidspunktet.

## 9.7 Ansvar og taushetsplikt

Personen som gir meldingen skal ikke informere ”noen andre om at melding er eller vil bli inngitt”. Det er særlig viktig å bevare taushet overfor den personen som transaksjonen foretas på vegne av, dennes representanter eller andre berørte parter. Personen som gir meldingen kan selvfølgelig informere sin overordnede eller en compliance-ansvarlig i foretaket vedkommende er tilknyttet.

I forhold til Kredittilsynet vil identiteten til den rapporteringspliktige være undergitt taushetsplikt. Etter vphl. § 3-11 tredje ledd skal ikke melding som er avlevert Kredittilsynet i god tro medføre noen form for ansvar for den som har avgitt meldingen. Kravet til god tro er ikke strengt. Videre er slike meldinger ikke brudd på noen form for taushetsplikt. Dette gjelder både lovfestet og kontraktsfestet taushetsplikt.

## 9.8 Meldingens innhold og meldingsmåte

Meldingen skal sendes til Kredittilsynet.<sup>37</sup>

---

<sup>35</sup> CESR er en komité bestående av tilsynsmyndighetene i EØS-landene. I tillegg til å bistå i arbeidet med å utforme regelverk, utarbeider CESR standarder og retningslinjer (level 3) på områder som ikke er regulert i lovgivningen. Slike retningslinjer er ikke bindende, men tillegges vekt av nasjonale tilsynsmyndigheter.

<sup>36</sup> Se [http://www.cesr-eu.org/data/document/04\\_505b.pdf](http://www.cesr-eu.org/data/document/04_505b.pdf) og <http://www.cesr-eu.org/popup2.php?id=4683>

<sup>37</sup> For tiden er det Seksjon for verdipapirtilsyn i Kredittilsynet som håndterer slike meldinger i Norge.

Rapporteringen skal skje til den kompetente myndighet i den medlemsstaten der foretaket har sitt hovedkontor –

De nærmere kravene til meldingens innhold er tatt inn i verdipapirforskriften § 3-4. Forskriftens § 3-4 lyder:

*§ 3-4. Krav til innholdet i melding etter verdipapirhandelloven § 3-11*

*(1) Melding etter verdipapirhandelloven § 3-11 skal inneholde:*

- a. beskrivelse av transaksjonen, herunder type ordre og type handel,*
- b. opplysninger om bakgrunnen for at den rapporteringspliktige har mistanke om innsidehandel eller markedsmanipulasjon,*
- c. opplysninger om identiteten til personen transaksjonen foretas på vegne av og eventuelle andre parter til transaksjonen,*
- d. opplysninger om den rapporteringspliktige opptrer for egen eller fremmed regning, og*
- e. alle andre opplysninger som kan være relevante ved vurdering av den mistenkelige transaksjonen.*

*(2) Dersom ikke alle opplysninger nevnt i første ledd er tilgjengelig på rapporteringstidspunktet, skal det i meldingen i det minste angis årsakene til at vedkommende har mistanke om at transaksjonen kan utgjøre innsidehandel eller markedsmanipulasjon. Alle øvrige opplysninger nevnt i første ledd skal ettersendes Kredittilsynet så snart de er tilgjengelige.*

*(3) Melding etter verdipapirhandelloven § 3-11 kan gis Kredittilsynet per post, telefaks, telefon eller på annen måte som Kredittilsynet bestemmer. Kredittilsynet kan kreve at opplysninger gitt per telefon etterfølges av en skriftlig melding.*

## **Del II Verdipapirhandelloven kapittel 4**

### **10. Meldeplikt, vphl. § 4-1**

#### **10.1 Lovens ordlyd**

*§ 4-1. Primærinnsideres meldeplikt*

*(1) Personer som nevnt i § 3-6 første ledd skal straks gi norsk regulert marked hvor aksjene er notert, melding om kjøp, salg, bytte eller tegning av aksjer utstedt av selskapet eller av selskaper i samme konsern. Det samme gjelder for selskapets handel med egne aksjer og aksjer i selskaper i samme konsern. Foretak som eier børsnoterte aksjer i et annet foretak eller aksjer i et annet foretak som er notert på regulert marked, og som på grunn av eierskapet er representert i vedkommende foretaks styre, må gi melding ved handel i slike aksjer. Meldingen skal sendes senest innen åpningen av regulert marked dagen etter at kjøp, salg, bytte eller tegning har funnet sted.*

*(2) Meldeplikten gjelder også lån som nevnt i aksjeloven § 11-1 og allmennaksjeloven § 11-1, inngåelse, bytte, kjøp, eller salg av tegningsretter, opsjoner og tilsvarende rettigheter knyttet til aksjer som nevnt i første ledd.*

*(3) Meldeplikten omfatter også slik handel som gjelder vedkommendes nærstående som nevnt i § 2-5 nr. 1, 2 og 4.*

*(4) Selskapet skal uten ugrunnet opphold sende en ajourført oversikt over personer som nevnt i første ledd til vedkommende regulerte marked. Meldingen skal inneholde den meldepliktiges navn, personnummer eller lignende*

---

eller dersom det gjelder en filial – i den medlemsstaten der filialen ligger, jf. kommisjonsdirektiv 2004/72/EF art. 7.

identifikasjonsnummer, adresse, type tillitsverv eller stilling i selskapet og eventuell øvrig arbeidsstilling.

(5) Meldepliktige etter første ledd skal uten ugrunnet opphold sende vedkommende regulerte marked en ajourført oversikt over personer og selskaper som nevnt i tredje ledd dersom disse innehar finansielle instrumenter som nevnt i første og annet ledd. Meldingen skal inneholde personnummer, organisasjonsnummer eller lignende identifikasjonsnummer.

(6) Denne paragraf gjelder tilsvarende for grunnfondsbevis.”

## 10.2 Kretsen av meldepliktige

Meldeplikten påhviler de personer som er nevnt i vphl. § 3-6 første ledd (primærinnsidere). Personer nevnt i § 3-6 er styremedlem, ledende ansatt, medlem av kontrollkomité, revisor, varamedlem, observatør, styresekretær og direksjonssekretær til styret i utstederforetaket. Videre gjelder bestemmelsen for ledende ansatt og styremedlem i foretak i samme konsern som normalt kan antas å få tilgang til innsideopplysninger.

I vurderingen av om en person er ”ledende ansatt” er det av betydning om vedkommende er i posisjon til å kunne påvirke disposisjoner selskapet foretar som kan være av kurssensitiv art. Videre er det av betydning om personen regelmessig har tilgang til informasjon som kvalitativt er på linje med informasjonen administrerende direktør mottar.<sup>38</sup> Se også punkt 7.2.

Plikten påhviler primærinnsideren selv. Dersom primærinnsideren har engasjert en mellommann for å utføre transaksjonen, må primærinnsideren treffe foranstaltninger for å påse at meldeplikten blir overholdt. Dette medfører at den meldepliktige normalt vil måtte gi mellommannen klare instruksjoner om straks (eller i alle fall før åpning av vedkommende regulerte marked den påfølgende handelsdag) å meddele om utførte handler. Det er ikke tilstrekkelig at primærinnsideren alene baserer seg på at mellommannen kjenner hans posisjon som primærinnsider. Det er i utgangspunktet heller ikke tilstrekkelig å basere seg på at mellommannen gir en umiddelbar tilbakemelding i henhold til tidligere praksis, såfremt ikke mellommannen uttrykkelig har påtatt seg å gi en så vidt hurtig tilbakemelding. Etter omstendighetene kan det stille seg annerledes dersom det foreligger en særlig fast og langvarig praksis mellom partene. Se for øvrig punkt 10.8 om mellommannens omsorgsplikt i forbindelse med oppdrag for primærinnsidere.

Meldeplikten gjelder også for selskap som foretar handel med egne aksjer eller aksjer i selskaper i samme konsern.<sup>39</sup> Videre skal selskap som eier børsnoterte aksjer i et annet foretak eller aksjer i et annet foretak som er notert på regulert marked, og som på grunn av eierskapet er representert i vedkommende foretaks styre, melde handler i slike aksjer.

## 10.3 Nærstående handler

En primærinnsider har videre meldeplikt ved handler (kjøp, salg, bytte eller tegning) utført av følgende av primærinnsiderens nærstående, jf. vphl. § 4-1 tredje ledd, jf. vphl. § 2-5 nr. 1, 2 og 4:

<sup>38</sup> Jf. Ot.prp. nr. 29 (1996-1997), side 34.

<sup>39</sup> Kredittilsynet har i høringsnotat datert 15. februar 2008 blant annet foreslått at bestemmelsen om selskapers meldeplikt ved handel i aksjer i samme konsern oppheves. Høringsfristen gikk ut 1. september 2008, og saken er til behandling hos Finansdepartementet, se punkt 2.2.3.8 for en nærmere omtale.

- ektefelle eller person som vedkommende bor sammen med i ekteskapslignende forhold,
- mindreårige barn, samt mindreårige barn til ektefelle eller samboer som primærinnsideren bor sammen med,
- selskap hvor vedkommende selv eller noen som er nevnt i nr. 1, 2 eller 5, har slik innflytelse som nevnt i aksjeloven og allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd eller selskapsloven § 1-2 annet ledd

De meldepliktige plikter å sende vedkommende regulerte marked en oversikt over deres nærstående dersom disse er innehavere av finansielle instrumenter som omfattes av primærinnsiderens meldeplikt, jf. § 4-1 femte ledd. Listene skal være ajourførte, slik at primærinnsiderne må sende oversikten og eventuelle endringer i den til vedkommende regulerte marked uten ugrunnet opphold. Denne listen er, i motsetning til listen over primærinnsidere, jf. fjerde ledd, ikke offentlig.

## 10.4 Meldepliktige transaksjoner

### 10.4.1 Innledning

Primærinnsidernes meldeplikt gjelder ved vedkommendes kjøp, salg, bytte eller tegning av aksjer utstedt av selskapet vedkommende har tilknytning til.

Meldeplikt utløses også der primærinnsideren kjøper, selger, bytter eller tegner aksjer i andre selskap i samme konsern, uavhengig av om dette selskapet er notert på norsk regulert marked.

Alle handler som primærinnsideren foretar for egen regning, skal meldes. Dette gjelder selv om handlingene skjer i fremmed navn, for eksempel gjennom et verdipapirforetak. Videre vil handler i eget navn omfattes, selv om de foretas for fremmed regning. Kredittilsynet legger imidlertid til grunn at meldeplikten ikke omfatter handler foretatt i fremmed navn og for fremmed regning.<sup>40</sup>

Meldeplikten gjelder også ved kjøp, salg, bytte eller tegning av grunnfondsbevis og konvertible obligasjoner, samt ved inngåelse, bytte, kjøp eller salg av tegningsretter, opsjoner og tilsvarende rettigheter knyttet til aksjer, jf. vphl. § 4-1 annet og sjette ledd. Bestemmelsen er antatt å gjelde også der ansatte får tildelt opsjoner vederlagsfritt, jf. uttrykket ”inngåelse”.

Kredittilsynet har i høringsnotat datert 15. februar 2008 foreslått å innta en presisering av meldepliktens omfang når det gjelder finansielle derivater. Oslo Børs har – med Kredittilsynets tilslutning- i børssirkulære 01/2003 lagt til grunn at finansielle derivater er omfattet av meldepliktsbestemmelsen. Bakgrunnen for Kredittilsynets forslag er at en slik forståelse skal fremstå enda klarere. Høringsfristen gikk ut 1. september 2008, og saken er til behandling hos Finansdepartementet.

Meldeplikten gjelder ikke ved erverv i form av arv, gave mv. Det er også antatt at mottakelse av vederlagsaksjer ved ordinær fusjon eller fisjon normalt ikke vil være meldepliktig. Imidlertid vil aksept av frivillig eller tvunget tilbud av aksjer etter verdipapirhandelloven kapittel 6 utløse meldeplikt.

Når det gjelder selskapets ”handel” i aksjer utstedt av foretak der selskapet er representert i styret som følge av at det eier aksjer i foretaket, vil meldeplikten omfatte kjøp, salg, bytte og

<sup>40</sup> Jf. NOU 1996:2 *Verdipapirhandel*, side 74

tegning av aksjer i det aktuelle foretaket.

#### **10.4.2 Betingede avtaler om kjøp, salg eller tegning**

Meldeplikt foreligger når bindende avtale er inngått. Meldeplikten inntretr altså på dette tidspunkt og ikke ved senere mottakelse av sluttseddel, betaling og oppgjør o.l.

Som hovedregel utløses ikke meldeplikt for avtaler som ikke er endelig rettslig bindende før betingelsene er inntruffet eller frafalt. Vphl. § 4-1 annet ledd fastslår imidlertid at inngåelse, kjøp eller salg av opsjoner og tilsvarende rettigheter til aksjer, er meldepliktig. Dette er naturlig etter som også slike avtaler vil kunne gi markedet kunnskap om innsiderens forventninger til selskapets fremtidsutsikter.

Etter § 4-1 annet ledd er det meldeplikt for opsjoner. Plikten er ikke avhengig av om det ytes vederlag for opsjonen. Meldeplikten gjelder både for selger/utsteder og innehaver/kjøper, så fremt disse er primærinnsidere.

Betingede avtaler om kjøp, salg eller tegning vil i realiteten innebære en opsjonsavtale dersom opsjonsinnehaveren kontrollerer inntreden av samtlige nødvendige rettslige betingelser for gjennomføring av kjøp eller salg. Slike avtaler må følgelig meldes allerede ved inngåelse. Dette gjelder uavhengig av om det er snakk om en kjøpsopsjon/-rett eller salgsopsjon/-rett. De ensidig tilbudte opsjoner/kjøps- og salgsretter faller derved utenfor. Et ensidig tilbud til noen om å kjøpe aksjer til en bestemt pris og hvor det er gitt en viss akseptfrist, vil riktignok også gi den annen part en tidsbestemt opsjon, men det er neppe naturlig å anse dette som en "inngåelse" eller "kjøp" eller "salg" av en opsjon eller tilsvarende rettighet. Meldeplikt vil her utløses først når tilbudet blir akseptert av den annen part. For ordens skyld nevnes at tilfeller hvor ansatte/tillitsmenn får tildelt opsjoner vederlagsfritt med bakgrunn i arbeidsforholdet/tillitsverv, i denne sammenhengen ikke anses som ensidig tilbudte opsjoner.

Er betingelsene knyttet til forhold som er utenfor "rettighetshaver" eller begge parters kontroll (for eksempel innvilgelse av konsesjoner eller samtykke fra tredjemann), er det ikke naturlig å snakke om en "opsjon", og det kan neppe heller regnes som en "tilsvarende rettighet". Kredittilsynet legger til grunn at det ikke er meldeplikt i slike situasjoner. I den grad det er klart at betingelsen(e) vil bli oppfylt, vil meldeplikten likevel inntre.

Eksempelvis vil meldeplikt ikke utløses ved aksept av tilbud om salg dersom kjøper ikke har oppnådd den forutsatte akseptgrad eller andre betingelser ikke har inntruffet. Det samme må gjelde på akseptantens hånd. Motsatt vil gjelde dersom tilbydereren har forbeholdt seg rett til å frafalle betingelsen(e), hvilket er det normale. Her vil meldeplikten inntre etter hvert som tilbudet aksepteres.

#### **10.4.3 "All or nothing"-ordre**

"Alt eller intet"-ordre ("all or nothing"-ordre) innebærer at kunden gir megler ordre om å kjøpe eller selge et bestemt antall aksjer. Det kan være avtalt eller forutsatt at megler må megle ordren i deltransaksjoner, men at kunden ikke vil være forpliktet til å godta noe levering før hele det avtalte antall aksjer kan leveres/selges. Slike ordrer vil ha en viss løpetid og angi en bestemt kurs eller kurslimit (normalt beregnet som snittkurs).

Ved utførelse av denne type ordre for kunder vil verdipapirforetaket eksponere seg for risiko inntil volum- og prisbetingelsene som oppdragsgiver har satt, er oppfylt. Sett fra oppdragsgivers side har det en klar parallell til de betingede kjøps- og salgsavtaler, som nevnt

ovenfor. Oppdragsgiver har betinget seg et bestemt volum til en bestemt snittpris, og er først rettslig forpliktet når alle betingelsene er oppfylt.

Det ligger ellers i oppdraget at megleren er forpliktet overfor kunden til å la kunden få nytte godt av de først gjennomførte deltransaksjoner når de samlede volumbetingelsene er oppfylt (når siste deltransaksjon lar seg gjennomføre). Kunden har således en rett til å få kjøpe eller selge aksjene etter de første deltransaksjoner, men denne retten er betinget av at det samlede volum lar seg oppfylle innenfor avtalte vilkår.

Verdipapirforetaket vil normalt være interessert i at kunden overtar de første deltransaksjonene selv om det samlede volum ikke kan oppnås, men kunden har ikke krav på dette. Dette har blant annet den konsekvens at det for eksempel ved kjøpsordre der "kursen går" etter at delkjøp er påbegynt slik at volumvilkåret ikke kan nås, vil være meglerforetaket og ikke kunden som nyter godt av verdistigningen. I den grad det er avtalt eller forutsatt at kunden skal få over aksjene uansett i en slik situasjon, vil det ikke dreie seg om en "alt eller intet"-ordre.

Ved "alt eller intet"-ordre fra primærinnsideren som mellommannen trenger flere dager på å fylle, legger Kredittilsynet til grunn at meldeplikten først utløses når volum-, prisvilkår og/eller andre vilkår er oppfylt, såfremt det dreier seg om reelle "alt eller intet"-ordre. Derimot vil meldeplikten gjelde deltransaksjoner den enkelte handelsdag dersom betingelsen som er satt, ikke eller i liten grad innebærer noen reell risiko for verdipapirforetaket, for eksempel fordi den angitte limit er høy og oppfyllelsestiden er lang og likviditeten i aksjen er god.

#### **10.4.4 Salg ved brudd på betingelsene i forbindelse med lånefinansierte aksjer**

Normalt forstås "salg" slik at det forutsetter et frivillig eierskifte. Kredittilsynet legger til grunn at tvangsrealisasjon gjennom namsmyndighetene vil falle utenfor uttrykket. Et praktisk spørsmål er om det samme skal gjelde ved salg som skjer med bakgrunn i betingelsene inntatt i en primærinnsiders låneavtale, jf. tvangsfullbyrdsloven § 1-3 annet ledd. Typisk vil salget kunne ha sin årsak i et nedadgående aksjemarked hvor panthaver ikke lenger anser at det har god nok sikkerhet for primærinnsiderens engasjement.

Denne type forhåndsavtaler er svært utbredt ved lånefinansiering av aksjer. Et trekk ved denne type realisasjon er at den kan skje hurtig, rimelig og uten den offentlighet som kan medfølge en dekning gjennom medvirkning fra namsmyndighetene. Selv om panthaver ved brudd på lånebetingelser har en ubetinget rett til å selge de pantsatte aksjene, vil et slikt salg kunne skje i større eller mindre "forståelse" med pantsetteren, og iblant medvirker primærinnsideren selv til å realisere de finansielle instrumentene gjennom den ordinære salgskanalen. Etter Kredittilsynets oppfatning vil et salg utløse meldeplikt for primærinnsideren etter vphl. § 4-1 uansett om det er pantsetter eller panthaver eller uavhengig megler som forestår salget. Bestemmelsen forstås slik at den også gjelder salg for en primærinnsiders regning, som skjer i henhold til en slik forhåndsavtale om realisasjon, også når disse utføres av en annen aktør (som da opptrer i fremmed regning og eventuelt også i fremmed navn).

#### **10.4.5 Tegning**

Ved emisjoner er utgangspunktet at tidspunktet for en bindende tegning skal legges til grunn. Allmennaksjeloven § 10-7 fastsetter nærmere når bindende tegning foreligger; dette skal skje på et eget tegningsformular eller i generalforsamlingsprotokoll.

I situasjoner hvor man på tegningstidspunktet ikke vet hvor mange aksjer som vil bli tildelt (og eventuelt, avhengig av tildelingskriteriene, kan risikere å ikke bli tildelt aksjer i det hele tatt) inntreer meldeplikten først på tildelingstidspunktet.

#### **10.4.6 Terminer – rullering**

En termin er en handel med utsatt oppgjør. Slike kontrakter skal meldes av primærinnsiderne i det bindende avtale er inngått. Det skal derimot ikke meldes ved levering av aksjene.

Uttrykket ”rullering” benyttes ofte om de situasjoner hvor det etter at terminavtale er inngått, avtales et nytt utskutt leveringstidspunkt. I disse tilfellene kan det også tenkes at man foretar en avregning basert på kursutviklingen på underliggende instrument, hvorefter partene gjør opp for hele eller deler av kursutviklingen inntil da og justerer terminkursen.

Når en terminkontrakt rulleres, med fastsettelse av nytt leveringstidspunkt, foreligger det i realiteten en ny avtale som primærinnsideren må melde på nytt. Dette gjelder uansett om det ikke justeres på andre vilkår.

I meldingen bør det fremgå at det er snakk om en terminkontrakt som rulleres.

#### **10.4.7 Repoforretninger**

Med repoforretning menes her en gjenkjøpsavtale mellom to parter av aksjer m.m.

Forretningen inneholder en kombinasjon av en avtale om spotsalg (spotkjøp) og en avtale om tilbakekjøp gjort ved en motsvarende terminforretning som inngås samtidig mellom de samme parter. Denne type avtaler benyttes ofte som et sikringsarrangement for et kredittforhold og vil derfor kunne være et alternativ til pantsettelse. Spotselgeren i repoforretningen beholder kursrisikoen.

Både spottransaksjonen og termindelen (tilbakekjøpsavtalen) vil omfattes av ordlyden i § 4-1. Det kan reises spørsmål om hensynet bak bestemmelsen slår til ved slike forretninger.

Kredittilsynet har etter en nærmere vurdering ikke funnet tilstrekkelig grunnlag for å foreta en innskrenkende fortolkning av bestemmelsen ved slike transaksjoner. Dette innebærer således at repoforretningen må meldes på ordinært vis, det vil si som en avtale om spotsalg og et tilbakekjøp på termin.

#### **10.4.8 Selskapets handel i egne aksjer**

I følge vphl. § 4-1 første ledd første punktum påligger det selskapet å melde kjøp, salg, bytte eller tegning av aksjer mv. når selskapet handler i egne aksjer. Utstederselskapets ”handel” i egne aksjer, kan foretas i form av kjøp, salg og bytte, etter som allmennaksjeloven § 9-1 forbyr tegning av egne aksjer. Bestemmelsen i § 4-1 annet ledd vil imidlertid komme tilsvarende til anvendelse; selskapet må også melde opsjoner og lignende rettigheter til sine aksjer som selskapet inngår, selger eller kjøper, på samme vilkår som andre meldepliktige. Forutsetningen må imidlertid være at det gjelder avtaler knyttet til eksisterende aksjer. Utstedelse av nye aksjer eller utstedelse av tegningsretter, opsjoner eller andre rettigheter til å tegne nye aksjer i selskapet vil derimot ikke være meldepliktig på selskapets hånd etter vphl. § 4-1. Slike opplysninger kan imidlertid etter omstendighetene være informasjonspliktig etter vphl. § 5-2. Kjøper selskapet egne tegningsretter eller opsjoner som gir rett til kjøp eller tegning av aksjer i selskapet, vil både kjøpet og eventuelt et senere salg være meldepliktig.

Datterselskaps handel i utsteders aksjer samt handel i aksjer i samme konsern som utsteder, er meldepliktig etter vphl. § 4-1 første ledd annet pkt., jf. tredje ledd og § 2-5 første ledd nr. 4.

#### **10.4.9 Handel mellom nærstående**

Det har vært reist spørsmål om hensiktsmessigheten av å melde handel mellom den meldepliktige og dennes nærstående eller mellom to nærstående fordi den meldepliktige i disse situasjonene må melde både et salg og et kjøp. Det kan i disse tilfellene anføres at meldingen i sum ikke gir noen opplysninger til markedet om den meldepliktiges forventninger til selskapet.

Kredittilsynet mener likevel at det kan tenkes situasjoner hvor slike transaksjoner kan si noe om den meldepliktiges forventninger til "eget" selskap. Kredittilsynet vil derfor – i tråd med lovens ordlyd – legge til grunn at også slike transaksjoner må meldes.

## 10.4 Fristen for å melde

Meldingen må sendes til regulert marked straks handelen er foretatt, og senest innen det regulerte markedet åpner påfølgende handelsdag.

## 10.6 Liste over primærinnsidere

Utstederforetaket plikter å sende en oversikt til vedkommende regulerte marked over primærinnsidene i selskapet, jf. vphl. § 4-1 fjerde ledd. Listene skal være ajourført, slik at foretakene plikter å melde fra til vedkommende regulerte marked uten ugrunnet opphold når personer ikke lenger er primærinnsidere i selskapet og når nye personer skal føres til på listen. Det påpekes for ordens skyld at listen over primærinnsidere ikke må forveksles med listen over personer med tilgang til innsideinformasjon i henhold til vphl. § 3-5, jf. punkt 6 over.

## 10.7 Krav til meldingens innhold, vphl. § 4-3

*§ 4-3. Krav til meldingens innhold*

*Melding etter § 4-1 første til tredje ledd skal inneholde opplysninger om:*

- 1. navn på den meldepliktige,*
- 2. bakgrunn for meldingen,*
- 3. navn på utsteder,*
- 4. beskrivelse av det finansielle instrumentet,*
- 5. type transaksjon,*
- 6. tidspunkt og marked for transaksjonen,*
- 7. kurs og volum på transaksjonen og*
- 8. beholdning etter transaksjonen.*

Meldingens bakgrunn er det forholdet som gjør at vedkommende er meldepliktig (stilling, verv), og om det er vedkommende selv eller dennes nærstående som har utført transaksjonen. Den meldepliktige trenger derimot ikke angi hvilke(n) nærstående som har handlet. Det er tilstrekkelig at primærinnsideren angir at handelen er foretatt av en nærstående og ikke av ham selv.

Meldingen skal også gi en beskrivelse av det finansielle instrumentet. Beskrivelsen bør inneholde det finansielle instrumentets navn og type, angivelse/beskrivelse av klasse, vilkår, sentrale karakteristika mv. Dette vil særlig være aktuelt der det finansielle instrumentet ikke er standardisert. Når det gjelder opsjoner, skal meldingen inneholde opplysninger om det er en kjøps- eller salgsoptjon, strikepris, innløsningsperiode og løpetid.

Dersom det finansielle instrumentet er notert på flere regulerte markeder, skal det opplyses om på hvilket marked transaksjonen er gjennomført, jf. § 4-3 første ledd nr. 6.

Primærinnsiderens og hans nærståendes samlede beholdning etter den meldte transaksjonen skal fremgå av meldingen. Dette gjelder ved meldinger om både egne og nærståendes handler.

## 10.8 Mellommannens omsorgsplikt i forbindelse med oppdrag for primærinnsidere

På bakgrunn av de opplysninger Kredittilsynet har mottatt fra primærinnsidere i meldepliktsaker, synes overtredelsene ofte å ha sin årsak i at primærinnsidere mangler kunnskap om regelverket eller slurver ved oppfølgingen av dette. Både når transaksjonen skjer som regulær ordreformidling eller som følge av aktiv forvaltning, er det ikke sjeldent at primærinnsideren anfører:

- at det har oppstått en misforståelse med mellommannen om hvem som skulle besørge meldingen,
- at mellommannen ikke har gitt tilbakemelding hurtig nok slik at primærinnsideren var i stand til overholde fristen for meldeplikt,

at mellommannen ikke har informert om regelverket vedrørende primærinnsiderens meldeplikt til Oslo Børs, til tross for at situasjonen ga foranledning til dette.

Etter vphl. § 4-1 er det primærinnsideren selv som har plikt til å sørge for at meldeplikten til Oslo Børs blir overholdt. Dette innebærer at primærinnsideren må sørge for at mellommannen instrueres om å gi hurtige tilbakemeldinger slik at han blir i stand til å overholde fristen for meldeplikten. Bestemmelsen utelukker likevel ikke at primærinnsideren overlater til andre, for eksempel mellommannen, å besørge at handlene blir meldt. Primærinnsideren må imidlertid opptre aktsomt slik at det blir klarhet omkring hvem som skal besørge slik melding.

I forbindelse med et kundeoppdrag har verdipapirforetaket plikt etter vphl. § 10-11 til å utvise god forretningsskikk, herunder påse at kundenes interesser ivaretas på best måte og gi kunden nødvendige opplysninger i forhold til kundens profesjonalitet. Mellommennene i verdipapirhandelen forutsettes også å kjenne meldepliktsbestemmelsene i verdipapirlovgivningen. Etter omstendighetene kan verdipapirforetaket ha en plikt til å legge til rette for at kunden oppfyller sin meldeplikt etter loven. Kredittilsynet antar at en slik service overfor kunden – helt uavhengig av dette – også vil være i verdipapirforetakenes interesse.

På bakgrunn av dette oppfordres berørte verdipapirforetak om å gi disse bestemmelsene nødvendig oppmerksomhet. Når det gjelder aktiv forvaltning som utføres for primærinnsidere, synes det fornuftig at disse spørsmålene adresseres allerede ved inngåelse av forvaltningsavtalen.

## 11. Flaggeplikt, vphl. § 4-2

### 11.1 Virkeområde

Flaggeregelverket gjelder for *”aksjer opptatt til handel på regulert marked i en utsteder med Norge som hjemstat”*, jf. vphl. § 4-2 første ledd. Tidligere var regelverket knyttet til aksjer notert på norsk børs og autorisert markeds plass.

Norge vil være hjemstat i relasjon til flagging for følgende selskaper:

1. Norsk selskap med aksjer notert på norsk regulert marked.
2. Norsk selskap med aksjer notert på utenlandsk regulert marked innenfor EØS.

3. Selskap fra land utenfor EØS dersom norske myndigheter er prospektmyndighet. Det følger av prospektdirektivet at dette vil være tilfelle der slike utstedere har fremsatt offentlig tilbud eller søkt notering i Norge som det første markedet innen EØS-området etter 1. juli 2005. I tillegg kommer utstedere som før dette tidspunktet har valgt Norge som hjemstat. Bestemmelsene om dette er vanskelig tilgjengelig i verdipapirhandelloven.

Med ”regulert marked” i vphl. § 4-2 første ledd menes regulert marked som definert i lov 29. juni 2007 nr. 74 (børsloven) § 3 første ledd eller tilsvarende regulert marked i et annet EØS-land. I Norge er det per 1. januar 2008 to regulerte markeder der aksjer er opptatt til handel: Oslo Børs og Oslo Axess.

Oslo Børs har på sitt nettsted offentliggjort en liste over hvilke utstedere som har Norge som hjemstat (<http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Notering/Noterte-selskapers-hjemstat-mv>).

For selskaper som er opptatt til handel på norsk regulert marked, men har et annet EØS-land som hjemstat, skal flagging skje i henhold til flaggeregelverket i utstederens hjemstat.

## **11.2 Aksjer, rettigheter til aksjer og stemmerettigheter til aksjer**

### **11.2.1 Generelt**

Flaggeplikten utløses ved endringer i innflytelsesstrukturen i utstederselskapet eller ved endringer i stiftelser av visse posisjoner som gir en mulig innflytelse. Flaggeplikten er både knyttet til den flaggepliktiges andel aksjer og/eller rettigheter til aksjer i selskapet, samt den flaggepliktiges stemmerettigheter til aksjer (som vedkommende innehar uten å eie de tilknyttede aksjene). Dette innebærer at det må flagges når andelen av bare aksjer, bare rettigheter/stemmerettigheter eller summen av aksjer og rettigheter/stemmerettigheter når eller passerer en flaggegrense.

I følgende punkter behandles enkelte typetilfeller knyttet til flagging av rettigheter til aksjer og erverv av aksjer, herunder emisjoner (punkt 11.2.2), samt kort om stemmerettigheter til aksjer (punkt 11.2.3).

### **11.2.2 Flagging i enkelte typetilfeller**

#### ***11.2.2.1 Terminavtaler og rullering av slike avtaler***

Terminavtaler skal flagges som erverv ved inngåelse av terminavtalen. Det er ikke nødvendig å flagge på tidspunktet for når aksjene faktisk leveres i henhold til avtalen.

Uttrykket ”rullering” benyttes ofte om de situasjoner hvor det etter at terminavtale er inngått, avtales et nytt utskutt leveringstidspunkt. I disse tilfellene kan det også tenkes at man foretar en avregning basert på kursutviklingen på underliggende instrument, hvoretter partene gjør opp for hele eller deler av kursutviklingen inntil da og justerer terminkursen.

Når en terminkontrakt rulleres, med fastsettelse av nytt leveringstidspunkt, foreligger det i realiteten en ny avtale. Kredittilsynet anser rullering av terminer som inngåelse av ny avtale som markedet bør få kunnskap om, uavhengig av om det ikke er justert på andre vilkår enn leveringstidspunktet. Dette begrunnes blant annet med at Kredittilsynet anser tidspunkt for når kontrollen av posten går over til kjøper som relevant informasjon for markedet. Flagging i slike

tilfeller vil også gi markedet en indikasjon på hvor lenge aksjeposten ikke kan stemmes for hvor det ikke er inngått avtale etter allmennaksjeloven § 4-2.

Se punkt 11.9 om flaggemeldingens innhold blant annet ved rullering av terminer.

#### **11.2.2.2 Flagging i forbindelse med tegningsretter**

Tegningsretter anses som "rettighet til aksjer" i § 4-2 femte ledd. Tegningsretter omfatter blant annet frittstående tegningsretter som omtalt i allmennaksjeloven § 11-12, samt fortrinnsretter i forbindelse med kapitalforhøyelser, jf. allmennaksjeloven § 10-4 og nedenfor.

Erverv og avhendelse av tegningsretter som medfører at den flaggepliktige når eller passerer en flaggeterskel, skal flagges. Beregning av beholdningen gjøres ut i fra registrert aksjekapital på det tidspunkt avtale om erverv eller avhendelse inngås.

Fortrinnsretter som utstedes i forbindelse med kapitalforhøyelser etter allmennaksjeloven § 10-4 vil i utgangspunktet omfattes av flaggeplikten. Kredittilsynet anser det imidlertid ikke nødvendig å flagge for den som mottar fortrinnsretter i *samme forhold* som vedkommende fra før eier aksjer, og som dermed beholder samme relative andel i selskapet.

Flaggeplikt vil derimot kunne inntre dersom vedkommende avhender eller erverver fortrinnsretter, eller av andre grunner mottar fortrinnsretter i annet forhold enn vedkommende fra før eier aksjer. Dette flagges i tilfelle på samme måte som erverv og avhendelse av tegningsretter ellers, jf. over.

Utøvelse av fortrinnsretter og andre tegningsretter skal flagges som erverv av aksjer dersom vilkårene for flagging ellers er oppfylt, se også nærmere i punkt 11.2.2.3.

#### **11.2.2.3 Flagging i forbindelse med emisjoner**

Ved emisjoner kan det reises spørsmål om og eventuelt når det foreligger erverv av rettigheter og/eller aksjer i flaggepliktreglenes forstand. I praksis er det imidlertid lagt til grunn at investorer som tegner seg i offentlige eller rettede emisjoner skal flagge dette som erverv av aksjer dersom flaggeterskel nås eller passerer.

Ved erverv av aksjer gjennom tegning er utgangspunktet at flaggeplikt oppstår når bindende og endelig avtale om tegning er inngått. Ved utstedelse av nye aksjer i en offentlig eller rettet emisjon vil det imidlertid på tegningstidspunktet kunne være uklart hvor mange aksjer hver enkelt tegner vil få tildelt, blant annet på grunn av risiko for overtegning. Kredittilsynet legger til grunn at det i en offentlig eller rettet emisjon ikke er nødvendig å flagge før på tildelingstidspunktet, med andre ord på det tidspunktet hvor det er klart for tegneren hvor mange aksjer vedkommende mottar i emisjonen. På tildelingstidspunktet flagges ervervet etter den nye forhøyede aksjekapitalen som da vil være klarlagt, selv om den registrerte aksjekapitalen ennå ikke er forhøyet tilsvarende.

Aksjonærer som ikke deltar i emisjonen, kan måtte flagge passiv overtredelse av flaggeterskel som følge av forhøyet aksjekapital. Se nærmere om dette under punkt 11.3.2.5 og 11.8.

### **11.2.3 Nærmere om stemmerettigheter til aksjer**

#### **11.2.4.1 Innledning**

Vphl. § 4-2 tredje ledd lyder:

*Like med aksjer og/eller rettigheter til aksjer regnes stemmerettigheter til aksjer som kan utøves med grunnlag i:*

- 1. avtale etter lov om finansiell sikkerhetsstillelse §§ 3 og 4, såfremt sikkerhetshaver overfor sikkerhetsstiller erklærer at han har til hensikt å stemme for aksjene,*
- 2. fullmakt hvor det ikke foreligger instruks fra aksjeeieren, og*
- 3. avtale etter allmennaksjeloven § 4-2.*

”Like med (...) regnes (...)” innebærer for det første at stemmerettigheter som kan utøves med grunnlag i en av kategoriene listet opp i denne bestemmelsen, nå skal legges til vedkommendes andel av aksjer og rettigheter til aksjer ved beregningen av vedkommendes andel av aksjekapitalen og/eller en tilsvarende andel av stemmene i selskapet. Dernest innebærer det at det må flagges når vedkommendes andel av bare stemmerettigheter, eller summen av aksjer, rettigheter til aksjer og stemmerettigheter når opp til, eller passerer, en flaggegrense. Oppnåelse og passering av flaggegrensen på grunnlag av stemmerettigheter skjer i disse tilfellene ved en ”annen omstendighet” enn avhendelse og erverv. Se omtale under punkt 11.3.2.

I tillegg til stemmerettighetene som kan utøves med grunnlagene listet opp i vphl. § 4-2 tredje ledd, kommer stemmerettigheter til aksjer utstedt av utenlandske utstedere med Norge som hjemstat som kan utøves etter andre former for stemmerettighetsoverføringer, jf. verdipapirforskriften § 4-2 og punkt 11.2.4.5.

#### ***11.2.4.2 Stemmerett som kan utøves med grunnlag i avtale etter lov om finansiell sikkerhetsstillelse***

Etter vphl. § 4-2 tredje ledd nr. 1 skal den flaggepliktiges stemmerettigheter som kan utøves med grunnlag i avtale etter lov om finansiell sikkerhetsstillelse av 26. mars 2004 nr. 17, medregnes ved beregningen av vedkommendes andel i selskapet.

Utgangspunktet i norsk rett er at en pantøver ikke har anledning til å stemme for en pantsatt aksje uten fullmakt. Verdipapirhandelloven forutsetter derimot at dette utgangspunktet ikke gjelder for aksjer som inngår i en finansiell sikkerhetsstillelse. Slike stemmerettigheter vil således ha betydning for sikkerhetshavers flaggeplikt. Spørsmålet om sikkerhetshavers anledning til å stemme for slike aksjer er imidlertid ikke problematisert i verdipapirhandellovens forarbeider.

Normalsituasjonen vil være at sikkerhetshaver ikke har noen interesse av å stemme for aksjene. Dessuten vil aksjene ofte være videresolgt eller utlånt til andre i sikkerhetsperioden, slik at sikkerhetshaver av den grunn ikke kan stemme for disse. I normalt tilfellet synes derfor stemmerettigheter som følger av avtale om finansiell sikkerhetsstillelse å være et lite relevant grunnlag for overførsel av innflytelse. Gitt vilkåret om at sikkerhetshaver må erklære overfor sikkerhetsstiller at han har til hensikt å stemme for aksjene, bør partene ved inngåelsen av avtalen om sikkerhetsstillelsen (rammeavtalen) bringe på det rene om sikkerhetshaver har slik hensikt.

Dersom vilkårene i bestemmelsen er oppfylt, skal sikkerhetshaver regne stemmerettighetene til sin beholdning, og flaggeplikt utløses dersom en av grensene passerer. På sikkerhetsstillers hånd legger Kredittilsynet til grunn at vedkommende i relasjon til flaggeregelverket må regnes som eier av aksjene selv om sikkerhetsstiller har overdratt eiendomsretten til aksjene etter lov om finansiell sikkerhetsstillelse, såfremt han har rett til å få tilsvarende aksjer tilbakeført fra sikkerhetshaver. I motsatt fall ville sikkerhetsstiller kunne unngå flaggeplikten ved at aksjer midlertidig ”unndras” fra beholdningen ved å stille disse som sikkerhet. Dersom sikkerhetsstiller ikke har rett til en tilbakeføring av aksjene, må transaksjonen formodenlig

anses å være en avhendelse av aksjene på sikkerhetsstillerens hånd, og et erverv på sikkerhetshavers hånd.

#### ***11.2.4.3 Stemmerett som kan utøves med grunnlag i fullmakt***

Etter vphl. § 4-2 tredje ledd nr. 2 skal den flaggepliktiges stemmerettigheter til aksjer som kan utøves med grunnlag i fullmakter uten instruks, medregnes ved beregningen av vedkommendes andel i selskapet.

Kredittilsynet ser at bestemmelsen reiser særlige spørsmål i forhold til de mange fullmaktene som innsendes til selskapet fra aksjonærer i forbindelse med innkalling til generalforsamling. Det som tas opp under dette punktet, er spørsmålet om når en fullmakt må anses gitt med instruks etter vphl. § 4-2 tredje ledd nr. 2. For andre sider av problemstillingen, se punkt 11.3.2.2.

Kredittilsynets utgangspunkt er at fullmakter må anses å være gitt uten instruks i bestemmelsens forstand, såfremt instruks ikke er gitt for alle de sakene som generalforsamlingen skal behandle. En reservasjon tas likevel for det tilfellet at det bare er mindre vesentlige saker som er overlatt til fullmektigens diskresjonære skjønn.

For ordens skyld nevnes at personer som representerer en aksjeeier som er en juridisk person (rettslig stedfortreder), ikke anses som fullmektig i relasjon til denne bestemmelsen. Videre presiseres at fullmaktsgeber fortsatt er eier av aksjene som de aktuelle stemmerettighetene er knyttet til, slik at vedkommende må regne aksjene til sin andel under fullmaktsperioden. Dette kan for eksempel ha betydning for erverv/avhendelse som gjøres i fullmaktsperioden. På den annen side slipper fullmaktsgeber å flagge tildelingen eller tilbakekallelsen av fullmakten.

#### ***11.2.4.4 Stemmerett som kan utøves med grunnlag i avtale etter allmennaksjeloven § 4-2***

Etter vphl. § 4-2 tredje ledd nr. 3 skal den flaggepliktiges stemmerettigheter til aksjer som kan utøves med grunnlag i avtale etter allmennaksjeloven § 4-2, medregnes ved beregningen av vedkommendes andel i selskapet.

En erverver av aksjer kan som hovedregel først stemme for aksjene når vedkommende er innført i aksjeeierregisteret, jf. allmennaksjeloven § 4-2 første ledd. Etter bestemmelsens annet ledd kan avhender og erverver ved eierskiftet – eller senere – avtale at avhender kan utøve stemmerettighetene til aksjene frem til disse går over til erververen.

For erverver av aksjene utløses flaggeplikt dersom vedkommendes andel ved ervervstidspunktet når opp til, eller passerer en flaggegrense, uavhengig av om det avtales at avhender kan utøve stemmerettighetene til aksjene.

For avhender vil en avhendelse av aksjene og en inngåelse av en stemmerettsavtale måtte anses som to separate forhold i relasjon til flaggebestemmelsene, et som gjelder avhendelse av aksjene og et som gjelder ”tilførsel” av stemmerettigheter. Dette gjelder selv om avtalen om at avhender skal kunne utøve stemmerettighetene kommer i stand allerede på avhendelsestidspunktet. Både avhendelsen av aksjene og tilførselen av stemmerettigheter utløser flaggeplikt dersom vilkårene ellers er til stede. Hvis dette avtales på samme tidspunkt, vil avhender kunne flagge dette i samme melding.

Frem til erververen er innført i aksjeeierregisteret eller stemmerettsavtalen opphører på annen måte, må avhender regne stemmerettighetene til sin beholdning, eksempelvis i forhold til et

senere erverv av aksjer. Erververen av aksjene må på sin side regne aksjene til sin beholdning i samme periode.

#### ***11.2.4.5 Stemmerett som kan utøves med grunnlag i avtale som nevnt i verdipapirforskriften § 4-2***

I følge verdipapirforskriften § 4-2 skal også stemmerettigheter til aksjer utstedt av utenlandske utstedere med Norge som hjemstat og som kan utøves etter andre former for stemmerettighetsoverføringer enn de nevnt i verdipapirhandelloven § 4-2 tredje ledd, medregnes ved beregningen av vedkommendes andel i selskapet. Bestemmelsen fanger opp andre former for stemmerettsoverføringer som det åpnes for etter andre lands rett.

### **11.3 Omstendigheter som utløser flaggeplikt**

#### **11.3.1 Erverv, avhendelse eller annen omstendighet**

Flaggeplikt kan som tidligere utløses ved *erverv* og *avhendelse*, men nytt er det at flaggeplikt også kan utløses ved *annen omstendighet*, jf. vphl. § 4-2 annet ledd. Dette følger som en naturlig konsekvens av at en persons stemmerettigheter nå skal medregnes ved beregningen av vedkommendes andel. Imidlertid er det også andre situasjoner som tidligere ikke utløste flaggeplikt, som nå vil gjøre det.

Nytt er også at avhendelse av rettigheter til aksjer kan utløse flaggeplikt. Derimot utløses – som tidligere – ikke flaggeplikt ved bortfall av rettigheter.

#### **11.3.2 Nærmere om ”annen omstendighet”**

Hva som regnes som *annen omstendighet* i verdipapirhandelloven § 4-2 annet ledd er uttømmende opplistet i verdipapirforskriften § 4-3:

*Som annen omstendighet etter verdipapirhandelloven § 4-2 annet ledd anses*

- (a) inngåelse eller opphør av avtale om finansiell sikkerhet,*
- (b) tildeling eller tilbakekall av fullmakt,*
- (c) inngåelse av avtale etter allmennaksjeloven § 4-2 annet ledd,*
- (d) etablering eller oppløsning av konsernforhold etter verdipapirhandelloven § 2-5 nr. 3,*
- (e) inngåelse eller oppløsning av forpliktende samarbeid etter verdipapirhandelloven § 2-5 nr. 5,*
- (f) selskapsbegivenheter som endrer stemmerettsfordelingen,*
- (g) inngåelse eller opphør av avtale om overføring av stemmerettigheter som nevnt i § 4-2.*

#### ***11.3.2.1 Inngåelse eller opphør av avtale om finansiell sikkerhet***

Alminnelige avtalerettslige regler avgjør når en avtale om finansiell sikkerhetsstillelse er å anse som inngått, og det er dette tidspunktet som er avgjørende for når flaggeplikten inntreffer. Normalt inngås det først en rammeavtale som generelt regulerer plikter og rettigheter mellom partene. Med ”avtale” i denne bestemmelsen siktes det imidlertid til tilleggsavtalene der aksjene stilles som sikkerhet. Når det gjelder tidspunktet for ”opphør” av avtalen, legger Kredittilsynet til grunn at det er tidspunktet aksjene tilbakeføres til sikkerhetsstiller eller tidspunktet sikkerhetshaver realiserer sikkerheten, for eksempel ved mislighold.

#### ***11.3.2.2 Tildeling eller tilbakekall av fullmakt***

For fullmakter utløses flaggeplikt når fullmektigen har fått eller burde fått kunnskap om at stemmerettighetene ble tildelt eller tilbakekalt. Fullmakter som sendes inn til selskapet fra deres aksjonærer i forbindelse med generalforsamlinger, kan ha ulike former. Fullmakten kan

være tildelt et styremedlem, administrerende direktør eller en som selskapet har foreslått i fullmaktskjemat vedlagt innkallingen. Fullmakten kan imidlertid også for eksempel være gitt til møteåpner eller in blanko.

Ved innkalling til generalforsamlinger bør selskapet legge til rette for at fullmaktsforholdene i best mulig grad avklares forut for generalforsamlingsdagen. For noen selskaper vil kravet om forhåndsvarsel følge av selskapets vedtekter, jf. allmennaksjeloven § 5-3. Selskapet vil da på forhånd kunne bestemme seg for hvem som skal representere fullmaktene (hvis den blir gitt in blanko) og ha tid til å telle opp fullmaktene. Kredittilsynet legger til grunn at selskapet må ha forsvarlige rutiner for opptelling i tiden mellom innkallingen og fristen for forhåndsvarsel (evt. senere), slik at flaggemelding kan sendes raskest mulig ved passering av en flaggegrense.

Dersom passering av en flaggegrense likevel ikke blir avklart før under generalforsamlingen, for eksempel fordi fullmakten først fremlegges under generalforsamlingen, legger Kredittilsynet til grunn at flagging er unødvendig. På dette tidspunktet har en flaggemelding begrenset informasjonsverdi.

Av verdipapirforskriften § 4-1 tredje ledd fremgår det at flagging av tildeling og tilbakekall av fullmakter kan gjøres i én melding, såfremt fullmakten kun gjelder for førstkommende generalforsamling og dette angis i meldingen. Etter allmennaksjeloven § 5-2 annet ledd anses en fullmakt bare å gjelde for førstkommende generalforsamling hvis det ikke tydelig fremgår at noe annet er ment.

#### ***11.3.2.3 Inngåelse av stemmerettsavtale i forbindelse med eierskifte av aksjer***

For avtaler etter allmennaksjeloven § 4-2 annet ledd er det tidspunktet avtalen ble inngått som er avgjørende for når flaggeplikten inntreer. Slik avtale kan inngås på tidspunktet for overdragelsen av aksjene eller på et senere tidspunkt.

#### ***11.3.2.4 Etablering eller oppløsning av konsernforhold og forpliktende samarbeid***

Bestemmelsene tar sikte på å effektivisere flaggebestemmelsen ved å gjøre etableringer og opphør av visse nærstående forhold omfattet av flaggeplikten.

Etablering og oppløsning av konsernforhold kan utløse flaggeplikt. Det samme gjelder inngåelse og oppløsning av forpliktende samarbeid. Med forpliktende samarbeid menes både konkrete avtaler og mer stilltiende forståelser. Det nevnes at ordlyden i vphl. § 2-5 nr. 5 er endret for å presisere at det også dekker samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres.

Etablering eller oppløsning av andre nærstående forhold som medfører passering av en flaggegrense, for eksempel inngåelse av ekteskap eller skilsmisse, vil ikke utløse flaggeplikt.

Flaggeplikten inntreer når vedkommende ble kjent, eller burde ha blitt kjent, med omstendigheten som fører til at flaggeterskel nås eller passerer, jf. § 4-2 syvende ledd og punkt 11.8.

Når flaggeplikten påligger alle partene i den konsoliderte gruppen, vil det være tilstrekkelig at det sendes en felles melding, jf. verdipapirforskriften § 4-1 annet ledd.

#### ***11.3.2.5 Selskapsbegivenheter som endrer stemmerettsfordelingen***

Endring i aksjonærenes stemmerettsfordeling som følge av eksempelvis kapitalforhøyelser eller kapitalnedsettelse skal flagges dersom en flaggegrense passerer. I disse tilfellene kan en aksjonær være flaggepliktig selv om vedkommende har forholdt seg passiv. Endringer i

kapitalforholdene som ikke har betydning for stemmerettsfordelingen, vil ikke utløse flaggeplikt.

Flaggeplikten inntreer når vedkommende ble kjent, eller burde ha blitt kjent, med selskapsbegivenheten, jf. § 4-2 syvende ledd. Hvilken grad av oppmerksomhet/aktsomhet som kan kreves fra den flaggepliktige, vil være en konkret vurdering. Forarbeidene nevner at bestemmelsen må ses i sammenheng med vphl. § 5-8 om utsteders plikt til å offentliggjøre endringer i rettigheter til utsteders aksjer, selskapets aksjekapital eller stemmerettsendringer m.m. Kredittilsynet legger til grunn at den flaggepliktige bør være kjent med selskapsbegivenheten senest i rimelig tid etter at utstederselskapet har sendt melding om begivenheten, se nærmere punkt 11.8.

#### ***11.3.2.6 Avtale om overføring av stemmerettigheter som nevnt i verdipapirforskriften § 4-2***

Situasjonene der en person inngår en avtale om overføring av stemmerettigheter som nevnt i verdipapirforskriften § 4-2, vil også være en "annen omstendighet" som kan medføre flaggeplikt. Det samme vil gjelde ved opphør av slike avtaler. Tidspunktet for flaggeplikten inntreer, vil her avhenge av hva slags stemmerettighetsoverføring det er tale om.

## **11.4 Flaggeterskler**

Antall terskler for når det skal flagges, er økt. Det skal nå flagges ved passering av følgende terskler: 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 1/3, 50 %, 2/3 og 90 %. Flaggegrensene 15 % og 25 % er nye i forhold til tidligere rett.

## **11.5 Konsolidering**

### **11.5.1 Generelt**

Vphl. § 4-2 sjette ledd lyder:

*Like med vedkommendes egne aksjer, rettigheter til aksjer eller stemmerettigheter som nevnt i tredje ledd, regnes*

- 1. aksjer eller rettigheter til aksjer som eies eller erverves eller avhendes av nærstående som nevnt i § 2-5, og*
- 2. stemmerettigheter til aksjer som nevnt i tredje ledd som innehas av eller overføres til nærstående som nevnt i § 2-5 eller ved opphør av slike rettigheter.*

Ved beregningen av den flaggepliktiges andel, skal aksjer og rettigheter til aksjer som eies av vedkommendes nærstående, som tidligere medregnes til vedkommendes andel i selskapet, jf. vphl. § 4-2 sjette ledd nr. 1. Nytt er det at også nærståendes stemmerettigheter til aksjer skal summeres sammen med vedkommendes beholdning, jf. vphl. § 4-2 sjette ledd nr. 2.

Etter bestemmelsens nr. 1 og 2 skal *vedkommende* flagge for aksjer, rettigheter til aksjer og stemmerettigheter som erverves/overføres eller avhendes/opphører på den nærståendes hånd. Dette får betydning der konsolideringen er "ensidig", og det er den nærstående som foretar transaksjonen som gjør at en flaggegrense passerer for gruppen. Det betyr at den flaggepliktige skal flagge dersom mindreårige barn, eller selskap kontrollert av vedkommende, foretar den utløsende transaksjonen. Dersom det skal konsolideres "begge veier", vil det være den som utløste flaggeplikten for gruppen som skal flagge. Dette gjelder konsolidering etter vphl. § 2-5 nr. 1, 3 og 5 (ektefeller m.fl., konsernselskaper og samarbeidsparter).

Flaggeplikten utløses kun der nærstående erverver eller avhender aksjer/rettigheter til aksjer eller overfører eller tilbakefører stemmerettigheter. Andre omstendigheter som medfører at vedkommendes nærståendes andel endres, medfører dermed ikke flaggeplikt for vedkommende. Eksempelvis vil den omstendighet at et kontrollert selskap passivt passerer en grense etter en selskapsbegivenhet som endrer stemmerettsfordelingen, ikke utløse flaggeplikt for den personlige aksjeeieren som kontrollerer selskapet.

### **11.5.2 Konsolideringskravene for verdipapirforetak og forvaltningsselskap for verdipapirfond**

I verdipapirforskriften § 4-5 heter det:

*(1) Plikten til konsolidering etter verdipapirhandelloven § 4-2 sjette ledd jf. § 2-5 nr. 3, gjelder ikke for beholdningene til verdipapirforetak og forvaltningsselskap fra et annet EØS-land enn Norge, som omhandlet i direktiv 2004/109/EF art. 12 (4) første avsnitt og art. 12 (5) første avsnitt, på de vilkår og betingelser som oppstilt i nevnte direktiv art. 12 (4) og (5), samt direktiv 2007/14/EF art. 10.*

*(2) For beholdninger til verdipapirforetak og forvaltningsselskap som er fra land utenfor EØS, gjelder unntaket i første ledd tilsvarende dersom foretaket oppfyller kravene i direktiv 2004/109/EF art. 23 (6), samt direktiv 2007/14/EF art. 23.*

Bestemmelsen gjelder utenlandske verdipapirforetak og forvaltningsselskap dersom visse krav til organisering og uavhengighet er oppfylt.

For norske forvaltningsselskap og verdipapirforetak vil rettstilstanden være som tidligere så langt det gjelder andelen som er knyttet til aksjer i utstedere med Norge som hjemstat. Aksjer i verdipapirfond forvaltet av samme fondsforvalter, skal konsolideres etter vphl. § 4-2 sjette ledd, jf. § 2-5 nr. 5. Aksjer eid av fond forvaltet av et forvaltningsselskap, skal ikke konsolideres med aksjer eid av andre selskaper i samme konsern. Begrunnelsen er at aksjene eies av fondet og at de skal forvaltes i andelseiernes interesse. Det skal videre være effektive informasjonssperre mellom forvaltningsselskapet og andre konsernselskaper.

Når det gjelder individuell porteføljeforvaltning (aktiv forvaltning), som ytes av norske forvaltningsselskap for verdipapirfond og av verdipapirforetak, innføres aksjene på den enkelte investors verdipapirkonto, og stemmerettighetene tilkommer investoren. Rettstilstanden er således uendret på dette området så langt gjelder aksjer utstedt av selskap som har Norge som hjemstat.

Når det gjelder aksjer utstedt av utstedere med andre land enn Norge som hjemstat, vil norske forvaltningsselskap og verdipapirforetak måtte følge konsolideringsreglene i utstederens hjemstat.

## **11.6 Unntak for beholdninger ervervet for visse formål**

### **11.6.1 Generelt**

Det var tidligere et unntak fra flaggeplikten for verdipapirforetak ved passering av flaggegrensen på 5 % dersom handelen skjedde som et ledd i investeringstjenestevirksomheten og foretaket ikke søkte å påvirke forvaltningen av utstederselskapet. Dette unntaket er ikke videreført i samme form som tidligere og har til dels fått et annet innhold.

Verdipapirforskriften § 4-4 lyder:

*(1) Verdipapirhandelloven § 4-2 kommer ikke til anvendelse på:*

*(a) aksjer og rettigheter til aksjer som utelukkende erverves for å sikre avvikling av oppgjør innen en periode på tre handelsdager etter at handelen er utført, eller*

*(b) aksjer eller rettigheter til aksjer som erverves eller avhendes av prisstiller, dersom aksjene eller rettighetene når opp til, overstiger eller faller under 5 % grensen, såfremt prisstilleren ikke påvirker forvaltningen av selskapet eller utøver press på selskapet for å få dette til å erverve aksjene eller rettighetene eller understøtte kursen.*

*(2) Aksjer eller rettigheter til aksjer i handelsporteføljen til et verdipapirforetak eller kredittinstitusjon skal ikke medregnes i institusjonens beholdning såfremt denne ikke utøver stemmerettene eller på annen måte benytter disse til å påvirke forvaltningen av selskapet, og aksjene eller rettighetene til aksjer i handelsporteføljen hver for seg ikke overstiger 5 % grensen.*

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

### **11.6.2 Aksjer og rettigheter til aksjer ervervet utelukkende for avvikling av oppgjør**

Verdipapirforskriften § 4-4 første ledd bokstav a gjør unntak fra flaggebestemmelsen for aksjer eller rettigheter til aksjer som er ervervet med henblikk på avvikling av oppgjør innenfor en kort oppgjørssyklus. Det at aksjene er ”utelukkende ervervet(t) for å sikre avvikling av oppgjør”, medfører at erververen ikke kan utøve stemmerettighetene til aksjene. Ervervet skal heller ikke være gjort for å påvirke forhold vedrørende utstederen. Det er ingen grense for hvor mange aksjer/rettigheter til aksjer dette kan gjelde.<sup>41</sup>

Maksimum oppgjørsperiode er på 3 handelsdager etter transaksjonsdagen, det vil si T+3. Dette gjelder også dersom aksjene eller rettighetene til aksjene er ervervet utenfor markedsplassen.

Dersom vilkårene for å benytte unntaket er oppfylt, skal det verken flagges ved ervervet eller avhendelsen av aksjene eller rettighetene til aksjer. Heller ikke skal andelen summeres sammen med vedkommendes øvrige andel ved beregning av vedkommendes andel i forhold til flaggegrensene.

### **11.6.3 Aksjer eller rettigheter til aksjer ervervet eller avhendet av prisstiller**

Verdipapirforskriften § 4-4 første ledd bokstav b gir et unntak fra flaggeplikten for erverv eller avhendelse av aksjer eller rettigheter til aksjer som foretas av prisstillere, dersom aksjene eller rettighetene når opp til, overstiger eller faller under 5 %-grensen.

Med prisstiller menes person som på kontinuerlig grunnlag tilbyr kjøp eller salg av finansielle instrumenter for egen regning, jf. vphl. § 2-4 annet ledd. Når prisstillere påtar seg å kjøpe og selge finansielle instrumenter skal formålet være å sikre tilstrekkelig likviditet i markedet for

<sup>41</sup> I praksis gjøres dette normalt gjennom en betalingsgaranti (soft underwriting) fra tilrettelegger i forbindelse med en emisjon, som medfører at tilrettelegger formelt tegner, betaler og mottar aksjene, men under forutsetning om at disse skal overføres videre til de reelle tegnerne mot betaling. Videre kan det dreie seg om situasjoner hvor tilrettelegger låner inn aksjer fra en hovedaksjonær for å foreta tildeling, og hvor da tilbakeleveringen skjer ved en senere emisjon.

det aktuelle finansielle instrumentet. I forskriftsbestemmelsen er dette ytterligere presisert ved at unntaket bare kommer til anvendelse såfremt prisstilleren ikke påvirker forvaltningen av selskapet, eller utøver press på selskapet for å få dette til å erverve aksjene eller rettighetene til aksjer eller understøtte kursen. En tilsidesettelse av disse vilkårene vil medføre at aktiviteten ikke vil bli bedømt som prisstilling overhodet.

Bestemmelsen vil gjelde norske verdipapirforetak med konsesjon til å yte investeringstjenester etter vphl. § 2-1 første ledd nr. 3 og verdipapirforetak med tilsvarende konsesjon fra annet EØS-land.

Nytt er det også at prisstillere som handler aksjer eller rettigheter til aksjer i en utsteder med Norge som hjemstat uten ugrunnet opphold, må melde fra til Kredittilsynet dersom vedkommende vil benytte seg av unntaket, jf. verdipapirforskriften § 4-4 tredje ledd. Prisstilleren må også gi slik melding ved opphør av prisstillingsaktiviteten. Meldingen skal opplyse om hvilke utstedere det gjelder, og kan sendes til Kredittilsynet: [post@kredittilsynet.no](mailto:post@kredittilsynet.no).

Prisstiller skal altså ikke flagge passeringen av 5 %-grensen, og aksjene skal heller ikke summeres sammen med vedkommendes øvrige andel i forhold til flaggegrensene. Dersom prisstillers beholdning når opp til, eller passerer 10 %-grensen, kommer unntaket ikke til anvendelse for noen del av beholdningen.

#### **11.6.4 Aksjer og rettigheter til aksjer i handelsporteføljen til et verdipapirforetak eller kredittinstitusjon**

Aksjer og rettigheter til aksjer som inngår i et verdipapirforetaks eller kredittinstitusjons handelsportefølje, skal ikke medregnes institusjonenes øvrige beholdning, jf. verdipapirforskriften § 4-4 annet ledd. Forutsetningen er at foretaket ikke utøver stemmerettene eller på annen måte benytter disse til å påvirke forvaltningen av utstederen, og at aksjene og rettighetene til aksjer i handelsporteføljen hver for seg ikke overstiger 5 %-grensen.

Handelsportefølje defineres i forskrift av 22. juni 2000 nr. 632 om minstekrav til kapitaldekning for markedsrisiko mv. for kredittinstitusjoner og verdipapirforetak § 2-1. I følge bestemmelsen består handelsporteføljen av posisjoner i finansielle instrumenter, jf. verdipapirhandelloven § 2-2, samt varer og varederivater som institusjonen har for egen regning med henblikk på videresalg eller for på kort sikt å dra fordel av pris eller rentevariasjoner, samt sikring av posisjoner. Kredittilsynet legger til grunn at denne definisjonen vil komme til anvendelse her

### **11.7 Forvalterregistrering**

Verdipapirforskriften § 4-6 lyder:

*(1) Enhver som på vegne av andre i eget navn besitter aksjer utstedt av utenlandske selskaper med Norge som hjemstat, skal forholde seg til flaggebestemmelsene i verdipapirhandelloven kapittel 4 og forskriften her som om vedkommende var eier av aksjene. Første punktum endrer ikke aksjeeierens plikt til å flagge eget innehav.*

*(2) Første ledd første og annet punktum, gjelder ikke aksjer som besittes som ledd i forvalterregistrering, såfremt forvalteren kun kan utøve stemmerettighetene etter nærmere instruks fra aksjeeieren, og denne foreligger skriftlig eller elektronisk.*

Forvaltere må flagge aksjer utstedt av utenlandske selskaper med Norge som hjemstat på samme måte som om vedkommende var eier av aksjene. Den reelle eieren må også regne aksjene til sin beholdning i forhold til flaggeplikten. Dersom forvalteren bare kan utøve stemmerettighetene til aksjene etter instruks fra den reelle eieren, skal forvalteren likevel ikke regne aksjene til sin beholdning.

Det følger av allmennaksjeloven § 4-10 tredje ledd at en forvalter i et norsk verdipapirregister bare kan utøve de økonomiske rettighetene til aksjene forvalteroppdraget gjelder. Forvalteren kan ikke stemme for aksjene på bakgrunn av forvaltningsavtalen. Forvalterregistrering i norske selskaper vil altså ikke utløse flaggeplikt for forvalteren med mindre det foreligger en fullmakt til å stemme uten instruks, jf. vphl. § 4-2 tredje ledd nr. 2.

## 11.8 Gjennomføring av flaggeplikten

Melding sendes det regulerte markedet hvor aksjen er opptatt til handel (for tiden Oslo Børs eller Oslo Axess), jf. vphl. § 4-2 annet ledd og § 1 i forskrift 2007-12-06 nr. 1359 om innsendelse av flaggemeldinger mv. I tillegg skal meldingen sendes utstederselskapet.

Tidsfristen for gjennomføringen av flaggeplikten er regulert i vphl. § 4-2 syvende ledd:

*Melding etter denne paragraf skal gis straks etter at avtale om erverv eller avhendelse er inngått, eller vedkommende blir kjent med eller burde ha blitt kjent med annen omstendighet som fører til at vedkommende når, passerer eller faller under en terskel i annet ledd.*

Tidspunktet den flaggepliktige burde ha blitt kjent med omstendigheten, vil bero på en konkret vurdering. Det kreves at den flaggepliktige har etablert hensiktsmessige rutiner – og etter omstendighetene også systemer – og at vedkommende dermed aktivt legger til rette for å få nødvendig kunnskap så raskt som mulig. Dersom vedkommende eksempelvis har satt bort hele eller deler av forvaltningen til en aktiv porteføljeforvalter, må det treffes tiltak slik at flaggeplikten kan oppfylles rettidig. Det samme gjelder i forhold til nærstående som er aktive i aksjemarkedet. Videre vil den som tangerer en flaggegrense måtte følge med på endringer i utstederselskapets aksjekapital eller stemmerettsendringer.

I tilfeller der det er ”annen omstendighet” som omhandlet i verdipapirforskriften § 4-3 som utløser flaggeplikt, legger Kredittilsynet til grunn at det i utgangspunktet kreves at den flaggepliktige flagger straks vedkommende fikk eller burde fått kunnskap om omstendigheten, uavhengig av om omstendigheten rent avtale- eller selskapsrettslig har inntrådt. Som eksempel nevnes oppsigelse av en avtale om forpliktende samarbeid, jf. verdipapirforskriften § 4-3 bokstav e, men hvor det avtales en oppsigelsesfrist. Så fremt det ikke er knyttet betingelser til oppsigelsen eller det av andre grunner er usikkerhet med hensyn til at avtalen vil opphøre, vil flagging kunne skje allerede ved oppsigelse.

Ved passiv passering av en flaggegrense, for eksempel på grunn av en kapitalforhøyelse, jf. verdipapirforskriften § 4-3 bokstav f, vil det tilsvarende kunne flagges allerede når resultatet av emisjonen og hva som vil bli den nye kapitalen i selskapet er klart. Ut fra en vurdering av hensynene bak flaggepliktsbestemmelsene, vil imidlertid Kredittilsynet i slike tilfeller legge til grunn at den flaggepliktige bør være kjent med selskapsbegivenheten senest i rimelig tid etter at utstederselskapet har sendt melding om at den endrede kapitalen er registrert i Foretaksregisteret.

Tidsfristen for å sende flaggemelding er kort, jf. ”straks”. Dette innebærer i praksis den tiden det tar å formulere og sende flaggemeldingen. Dersom meldetidspunktet faller utenfor stengetiden for det regulerte markedets meldingssystem, er det tilstrekkelig at flaggemelding gis før markedsplassen åpner neste dag.

## **11.9 Flaggemeldingen**

### **11.9.1 Krav til innhold i flaggemeldingen**

Verdipapirforskriften § 4-1 første ledd bokstav (a) til (i) angir kravene til meldingens innhold. Kravene er i hovedsak en videreføring av tidligere rett, men med et noe større krav til detaljer. Dette skyldes blant annet at det er flere situasjoner som utløser flaggeplikt etter gjennomføringen av de nye reglene.

#### ***11.9.1.1 Navn på utsteder av aksjene***

Det er nå presisert at navnet på utstederen av aksjene skal oppgis i meldingen.

#### ***11.9.1.2 Dato da andelen nådde opp til, oversteg eller falt under grensene fastsatt i verdipapirhandelloven § 4-2 annet ledd***

Etter tidligere rett var det ”tidspunktet” som skulle oppgis. I praksis var det imidlertid tilstrekkelig å angi dato. Ordlyden er justert slik at den samsvarer med tidligere praksis.

For transaksjoner vil datoen som skal oppgis i meldingen være dagen ervervet eller avhendelsen fant sted. Ved inngåelse av terminavtaler skal dato for inngåelse av terminavtale, samt det utskutte leveringstidspunktet for aksjene, fremgå. For tildelinger og tilbakekall av fullmakter, vil den aktuelle datoen være dagen hvor tildelingen eller tilbakekallingen som utløste flaggeplikten kom til fullmektigens kunnskap, eventuelt burde kommet til hans kunnskap.

Der plikt til å sende flaggemelding oppstår på et tidspunkt før virkningen av den omstendighet som flagges har inntrådt, skal flaggemeldingen angi datoen da vedkommende fikk kunnskap om omstendigheten samt, om mulig, den fremtidige dato når den avtale- eller selskapsrettslige virkningen av omstendigheten inntreffer.

Dersom det dreier seg om en passiv passering av en flaggegrense, for eksempel på grunn av en kapitalforhøyelse, vil det være datoen kapitalforhøyelsen ble registrert i Foretaksregisteret som skal fremgå. For utenlandske foretak må de rettsaktene som har tilsvarende rettsvirkning, legges til grunn.

#### ***11.9.1.3 Navn på den flaggepliktige, herunder navn på aksjonæren***

Bestemmelsen har fått en noe uklar utforming med bruk av ordet ”herunder”. Siktemålet har vært at både navnet på den flaggepliktige og navnet på eieren av aksjene som stemmerettigheter er knyttet til, skal fremgå av flaggemeldingen. Bakgrunnen for bestemmelsen er formodentlig at det vil kunne være av interesse for markedet å vite hvilke aksjonærer som har tildelt stemmerettigheter og for en periode ikke vil utøve stemmeretten for sine aksjer.

I forhold til de mange fullmaktene som sendes inn til selskapet fra deres aksjonærer i forbindelse med innkalling til generalforsamling, legger Kredittilsynet til grunn at det vil være unødvendig å liste opp navnene på aksjonærene som har gitt fullmakt uten instruks. Her er det tilstrekkelig at den flaggepliktige opplyser at vedkommende har mottatt et bestemt antall

fullmakter uten instruks fra selskapets aksjonærer.

#### **11.9.1.4 Antall aksjer meldingen omfatter**

Bestemmelsen er en videreføring av tidligere rett, og dekker i tillegg til antall aksjer som sådan, antall aksjer som rettigheter og stemmerettigheter er knyttet til. Det er antallet aksjer som utløste flaggemeldingen som skal oppgis. Bestemmelsen må likevel leses med den forutsetning at omstendigheten som utløste flaggeplikt, kan knyttes til et bestemt antall aksjer. Dersom flaggeplikt utløses av konsolidering eller en passiv passering, vil bestemmelsen ikke komme til anvendelse.

#### **11.9.1.5 Den etterfølgende situasjonen hva gjelder stemmerettigheter, herunder hvor stor prosentandel av aksjene og stemmene i selskapet vedkommende innehar**

Meldingen må inneholde nok informasjon til at aktørene gis et reelt bilde av endringene. Hvilken flaggegrense som er passert må naturligvis oppgis. Dessuten må det i meldingen fremgå prosentandelen av aksjer vedkommende eier og prosentandelen av stemmerettigheter som skal tilregnes vedkommende, forutsatt at dette ikke er likt. Når det gjelder stemmerettigheter, skal andelen deles opp i forhold til de ulike grunnlagene, det vil si at det skal skilles mellom aksjer vedkommende er stemmeberettiget til som eier og andre stemmerettigheter som kommer i tillegg.

Dersom flagging utløses på konsolidert grunnlag skal gruppens samlede andel opplyses. Utløses flaggeplikten utelukkende på grunnlag av vedkommendes egen andel, er det denne som skal angis. Utløses plikten på begge nivåer, må begge deler opplyses.

Prosentandelen beregnes på grunnlag av den kapitalen som er registrert i Foretaksregisteret på det tidspunktet den flaggepliktige transaksjonen/omstendigheten finner sted. Et unntak fra dette utgangspunktet må likevel gjøres ved tegning av aksjer eller utøvelse av rettigheter som innebærer at selskaper må utstede nye aksjer. Her tilsier praktiske hensyn at andelen beregnes med grunnlag i den forhøyede aksjekapitalen så langt denne er klarlagt, jf. også punkt 11.2.2.3.

#### **11.9.1.6 Hvor stor prosentandel av aksjene og stemmene i selskapet vedkommende innehar i form av rettigheter til aksjer**

Prosentandelen knyttet til rettigheter til aksjer skal oppgis. Begrunnelsen for at det i meldingen skal skilles mellom aksjer og stemmerettigheter til aksjer på den ene siden og rettigheter til aksjer på den andre, er at rettigheter til aksjer ikke gir noen umiddelbare forvaltningsrettigheter i selskapet.

#### **11.9.1.7 Omstendigheten som utløste flaggeplikten, og om denne gjaldt vedkommende selv eller nærstående som nevnt i verdipapirhandelloven § 2-5**

Det skal opplyses om hvilken omstendighet som utløste flaggeplikten. Dette kan være avhendelse, erverv eller innlån av aksjer, eller det kan være en annen omstendighet, som for eksempel etablering av konsernforhold, mottakelse av stemmerettigheter med grunnlag i fullmakt etc. Ved rullering av terminer skal det fremgå at det er en terminkontrakt som rulleres.

Dersom det er nærståendes erverv/avhendelse eller lignende som utløser flaggeplikt, skal det opplyses om dette. Dette vil ha betydning der flaggeplikten påhviler en annen enn den som foretar den utløsende transaksjonen, for eksempel transaksjoner gjort av mindreårige barn. I slike tilfeller plikter man ikke å opplyse om hvem som er nærstående eller den flaggepliktiges relasjon til den nærstående.

#### **11.9.1.8 Rekken av kontrollerte foretak aksjene eller rettighetene eies gjennom**

Bestemmelsen er ny og fastsetter at den flaggepliktige skal oppgi rekken av selskaper aksjene, stemmerettighetene og rettighetene til aksjer kontrolleres gjennom.

#### **11.9.1.9 Meldinger som gjelder rettigheter til aksjer som nevnt i verdipapirhandelloven § 4-2 femte ledd**

Dersom meldingen gjelder konvertible lån, opsjoner mv., skal det gis en beskrivelse av rettighetene, herunder opplysninger om på hvilket tidspunkt rettighetene vil eller kan bli utøvd, og tidspunktet de forfaller. Flaggemeldingen må inneholde nok informasjon til at meldingen blir meningsfylt. Det skal eksempelvis oppgis om rettighetene knytter seg til eksisterende aksjer (opsjoner) eller rett til å tegne nye aksjer (tegningsretter). Videre skal utøvelses- og forfallstidspunktet angis. Det skal også oppgis innløsningskurs og eventuelle andre betingelser knyttet til utøvelsen av rettighetene.

#### **11.9.2 Felles melding fra flere flaggepliktige**

Verdipapirforskriften § 4-1 annet ledd er en videreføring av gjeldende praksis ved at flere personer som er flaggepliktige kan sende en felles melding. En avtale om bruk av felles flaggemelding fritar imidlertid ikke den enkelte flaggepliktige fra sitt ansvar for at korrekt melding faktisk blir sendt.

#### **11.9.3 Felles melding ved tildeling og tilbakekall av en fullmakt**

Verdipapirforskriften § 4-1 tredje ledd forenkler flaggeplikten ved tildelinger og tilbakekallinger av fullmakter. Dette kan gjøres i én melding såfremt fullmakten kun gjelder for førstkommende generalforsamling og dette angis i meldingen.

### **11.10 Sanksjoner ved overtredelse av flaggeplikten**

Nytt i verdipapirhandelloven er at det er innført et sanksjonsskille mellom grove eller gjentatte overtredelser av flaggebestemmelsen og mindre alvorlige overtredelser. Ved mindre alvorlige overtredelser av flaggebestemmelsen er Kredittilsynet gitt hjemmel til å ilegge overtredelsesgebyr, jf. vphl. § 17-4 første ledd.

Kredittilsynet kan ilegge overtredelsesgebyr for overtredelse av flaggebestemmelsene i vphl. §§ 4-2 eller 4-3 annet ledd eller forskrift gitt i medhold av disse bestemmelsene. Kredittilsynet kan dermed sanksjonere både forsinket eller manglende flaggemelding og flaggemeldinger med mangelfullt innhold.

Både forsettelige og uaktsomme overtredelser er omfattet. Etter vphl. § 17-4 fjerde ledd skal Kredittilsynet legge vekt på graden av utvist skyld ved utmålingen av overtredelsesgebyret. Medvirkning til overtredelse av reglene om flagging kan også sanksjoneres ved overtredelsesgebyr, jf. vphl. § 17-4 første ledd annet punktum. Det samme gjelder forsøkshandlinger, jf. bestemmelsens tredje punktum.

Etter bestemmelsens fjerde ledd skal overtredelsesgebyret utmåles individuelt. Det skal videre legges vekt på overtredelsens omfang og virkninger. Transaksjonsbeløpet og overtrederens økonomiske situasjon er momenter som kan vektlegges ved utmålingen av overtredelsesgebyr. I tillegg kan tidsmomentet vektlegges, slik at det vil kunne være forskjell på flaggemeldinger som er forsinket med en dag og en uke.

Saksbehandlingen i saker om overtredelsesgebyr etter vphl. § 17-4 første ledd vil følge de alminnelige reglene i forvaltningsloven. Finansdepartementet vil være klageinstans for Kredittilsynets vedtak om overtredelsesgebyr, jf. forvaltningsloven § 28. Det følger av vphl. § 17-4 sjette ledd at søksmål knyttet til vedtak om overtredelsesgebyr ikke kan reises før klageadgangen er utnyttet. Dersom den flaggepliktige har klaget på vedtaket, og det går seks måneder fra klagen ble fremsatt uten at Finansdepartementet har avgjort saken, kan søksmål likevel reises, jf. bestemmelsens annet punktum.

Den som ”grovt eller gjentatte ganger” overtrer bestemmelsene om flaggeplikt, kan straffes med bøter etter vphl. § 17-3 tredje ledd. Straff er dermed forbeholdt vesentlige overtredelser.

Eirik Bunæs

Geir Holen

**Kontaktpersoner:**

Caroline Lium-Valmot, tlf. 22 93 98 30, e-post: [caroline.lium-valmot@kredittilsynet.no](mailto:caroline.lium-valmot@kredittilsynet.no)

Eeva Kantanen, tlf. 22 93 98 77, e-post: [eeva.kantanen@kredittilsynet.no](mailto:eeva.kantanen@kredittilsynet.no)