



BI Norwegian Business School - campus Oslo

GRA 19703

Master Thesis

Thesis Master of Science

Overgangen fra prospektdirektiv til prospektforordning

Navn: Katerina Bjerke, Trude Simonsen
Kvaløyseter

Start: 15.01.2021 09.00

Finish: 01.07.2021 12.00

Sammendrag

Denne avhandlingen handler om prospektforordningen som ble gjennomført i EU og EØS området den 21. juli i 2019. Avhandlingen analyserer hvordan prospektreglene avveier hensynet til investorvern opp imot utsteders byrder forbundet med offentliggjøring av et prospekt.

For første reises problemstillingen om hvorfor man nå har valgt å gi prospektregler i forordnings form, og vi analyserer hvilken betydning dette har hatt for utstedere og investorer i det norske kapitalmarkedet. Vi finner fordeler i form av at et mer harmonisert og ensartet regelverk skaper bedre forutsigbarhet for aktørene, samtidig blir det lettere å drive grensekryssende virksomhet. Potensielle ulemper ved bruk av forordninger forbundet med legalitets- og rettsikkerhetshensyn vil ikke gjøre seg særlig gjeldende på prospektregelverkets område da regelverket for det første ikke er straffesanksjonert. For det andre benyttes det i stor grad av profesjonelle aktører som det forventes at vil håndtere eventuelle utfordringer forbundet med utilgjengelighet og språk.

For det andre reises det spørsmål omkring de materielle vilkårene som avgjør når prospektplikten inntreffer. Økt beløpsgrense for plikten til å utarbeide tilbudsprospekt samt økt terskel for adgangen til å gjennomføre prospektfrie sekundærutstedelser er tiltak som antyder at man nå strekker seg lenger for å imøtegå utstedernes behov for å få redusert kostnads- og dokumentasjonsbyrder forbundet med finansiering i kapitalmarkedet. Likevel viser statistikken at stadig flere utstedere trekker mot *Euronext Growth*, en handelsplass der dokumentasjonskravene er betydelig lavere forut for opptak til notering, og ved fremsettelse av tilbud.

Avslutningsvis analyserer vi forordningens materielle krav til innhold i prospektene. Vi finner at enkelte regler, eksempelvis om risikofaktorer og sammendrag, skjerper kravene til utsteders arbeid. På den andre siden gis utstederne nå adgang til et forenklet regelsett som skal lempe prospektbyrden. Det samlede inntrykket av forordningens regler er imidlertid at man ikke har gått langt nok med tiltakene som skal lempe utsteders byrder. Et interessant spørsmål er om man kunne ha strukket seg enda lenger uten at dette ville ha krenket investorvernet. På tross av dette har man likevel kommet i mål med et regelverk som i mye større grad er egnet til å etablere en praksis som ivaretar investorenes behov samtidig som retningslinjene for god prospektplikt blir rimeligere og noe mindre byrdefulle.

Innholdsfortegnelse

Sammendrag	1
1. Innledende del	4
1.1. <i>Avhandlingens tema</i>	4
1.2. <i>Hvorfor trenger vi regler om prospektplikt for utsetterselskaper?</i>	5
1.3. <i>Metode og struktur</i>	7
2. Fra direktiv til forordning	9
2.1. <i>Problemstilling</i>	9
2.2. <i>EUs ambisjon om en kapitalmarkedsunion</i>	9
2.3. <i>Gjennomføring av forordningen i norsk rett</i>	10
2.4. <i>Hvilke hensyn taler for å gi prospektregler i forordnings-form?</i>	11
2.5. <i>Oppsummering</i>	14
3. Prospektpliktens inntreden	15
3.1. <i>Problemstilling</i>	15
3.2. <i>Hvilken betydning har regulering av prospektpliktens inntreden?</i>	15
3.3. <i>Hvordan avveier inngangsvilkårene for prospektplikt hensynene mellom utstederne og investorene?</i>	16
3.3.1. <i>Det rettslige grunnlaget</i>	16
3.3.2. <i>Vilkår 1: Disposisjonen må gjelde «verdipapirer»</i>	16
3.3.3. <i>Vilkår 2: Utsteder må foreta et «tilbud» eller en «notering»</i>	17
3.3.4. <i>Vilkår 3: Tilbudet må rettes til «offentligheten»</i>	19
3.4. <i>Går utstedernes unntaksrett på bekostning av investorvernet?</i>	20
3.4.1. <i>Rettslig utgangspunkt</i>	20
3.4.2. <i>Beløpsgrensen</i>	20
3.4.3. <i>Den generelle unntakslisten</i>	23
3.4.4. <i>Utvanningsterskelen</i>	24
3.5. <i>Oppsummering</i>	27
4. Prospektets innhold og format	27
4.1. <i>Problemstilling</i>	27
4.2. <i>Hvorfor er det viktig å regulere prospektets innhold og format?</i>	28

4.3.	<i>Forventes informasjonsverdien å bli høyere etter at forordningens regler trådte i kraft?</i>	29
4.4.	<i>Hovedregelen om krav til prospektets innhold</i>	30
4.4.1.	Det juridiske utgangspunktet	30
4.4.2.	Nye krav til formidling av informasjon	31
4.5.	<i>Hvordan avveies utstederens byrder og investorens behov for informative prospekter i de innholdsmessige kravene?</i>	34
4.5.1.	Rettslig utgangspunkt	34
4.5.2.	Valg av prospektets format	34
4.5.3.	Betydningen av de delegerte rettsaktene	35
4.5.4.	Innholdskrav: Registreringsdokument og verdipapirdokument	37
4.5.5.	Innholdskrav: Sammendrag	41
4.6.	<i>Forordningens forenklete regelsett: innebærer det reelle lettelser?</i>	44
4.6.1.	Rettslig utgangspunkt	44
4.6.2.	Universelt registreringsdokument	45
4.6.3.	Forenklet opplysningsplikt for sekundærutstedere	52
4.6.4.	EU-vekstprospekt	58
4.7.	<i>Oppsummering</i>	60
5.	Konklusjon	61
6.	Kilder	64

1. Innledende del

1.1. Avhandlingens tema

Denne avhandlingen omhandler prospektforordningen og det vi skal analysere er *hvordan prospektreglene avveier hensynet til investorvern opp imot utsteders byrder forbundet med offentliggjøring av et prospekt*. Avhandlingen omhandler utstedere på Euronext Oslo Børs,¹ og her kan ingen finansielle instrumenter tas opp til handel uten at det på forhånd er offentliggjort et EØS-prospekt. I lys av dette kan prospektplikten på mange måter betraktes som selve inngangsdøren til kapitalmarkedet.

Prospektplikten er en av flere finansregulatoriske informasjonsplikter og prospektene skal fungere som et dokument som skal gi en dekkende beskrivelse av selskapet slik at potensielle tegnere og kjøpere gis et best mulig grunnlag for å vurdere de relevante verdipapirene.² Dette innebærer på den ene siden at regelverket skal bidra til å verne investorene ved å motvirke informasjonsasymmetrier. På den andre siden er det avgjørende at ikke regelverket medfører plikter som blir så byrdefulle og kostandskravende at utstederne velger å trekke seg vekk fra finansmarkedene fordi de ser seg bedre tjent med å benytte andre finansieringskilder. Det er nettopp dette som er grunnen til at regelverket må evne å ivareta investorvernet samtidig som det sikrer utstederne tilgang til markedene uten å utsette dem for en uforholdsmessig store kostnader.

På denne bakgrunn i kraft av at en ny prospektforordning, forordning (EU) 2017/1129, trådte i kraft i EU og EØS 21. juli.2019 vil vi for det første analysere hva overgangen fra et direktiv til en forordning har hatt å si for rettstilstanden på prospektregelverkets område. For det andre vil vi analysere om denne utviklingen har medført at hensynet til markedsaktørene nå avveies på en annen måte enn da direktivet utgjorde gjeldende rett.³

¹ Avhandlingen behandler ikke prospektregler på andre markedsplasser i norsk eller internasjonal sammenheng.

² Stordrange (2019) s. 41

³ Avhandlingen fokuserer på de deler av forordningen som representerer regulatorisk endring.

1.2. Hvorfor trenger vi regler om prospektplikt for utsetterselskaper?

I henhold til markedsøkonomisk teori vil markedene selv vil være i stand til å foreta en effektiv allokering av ressursene uten inngripen fra myndighetene, så lenge grunnleggende forhold som beskyttelse av konkurranse, eiendomsrett og mulighet til å inngå rettslig bindende kontrakter er ivaretatt. Bare der det foreligger markedssvikt, bør myndighetene gripe inn med regulering.⁴ Finanskrisen i 2008 er et beskrivende eksempel og viser nettopp hvordan fravær av reguleringer og tilsynsordninger vil ha avgjørende betydning for å unngå økonomiske kriser og markedssvikt.

Prospektplikten kan begrunnes i hensynet til å avhjelpe markedssvikt i form av informasjonsasymmetrier. Asymmetrisk informasjon kan bidra til å skape «ugunstige utvalg» i markedet, og en slik situasjon vil være til stor skade for markedets funksjon, herunder dets totale likviditet. Informasjonsasymmetri i finansmarkedene vil for det første være svært skadelig for markedintegriteten da en slik situasjon vil øke risikoen for markedsmisbruk og markedsmanipulasjon. For det andre vil slike asymmetrier true markedseffektiviteten, og en årsak til dette er at informasjonsnivået i markedet har avgjørende betydning for markedets evne til å frembringe riktige priser på de finansielle instrumentene.⁵ I tillegg kjennetegnes effektive markeder av evnen til å drive effektiv ressursallokering, og et marked med informasjonsasymmetrier vil ikke være i stand til å opprettholde en slik funksjon.

Man kan altså se det slik at reglene om utsettersers prospektplikt skal bidra til å skape effektive og velfungerende markeder. Dette skjer gjennom å motvirke tillitsproblemer som springer ut av informasjonsasymmetrier. Aktørens tillit til det finansielle systemet er helt avgjørende for en velfungerende markedssituasjon, og i forlengelsen av dette skal prospektreglene blant annet sikre at investorene har tillit til at ingen skal kunne berike seg på deres bekostning, for eksempel som følge av informasjonsovertak. Uten tilstrekkelig tillit vil investorene enten avstå fra å plassere penger i kapitalmarkedet eller

⁴ Moloney (2015) s. 108

⁵ Innst.O. nr. 108 s 12.

kreve en ugunstig høy risikopremie, to situasjoner som klart vil stå i veien for en effektiv markedsfunksjon.

Et helt sentralt trekk ved det finansregulatoriske regelverket er likevel at det materielle innholdet baseres på en avveining av hensynet til utsteder på den ene siden, og hensynet til investorene på den andre siden. Argumentet for å formulere regler med hensyn på en slik avveining er at en effektiv og velfungerende markedsfunksjon aldri ville vært oppnåelig dersom enten utstederne eller investorene ikke ønsker å ta del i den aktiviteten som foregår på finansmarkedene, og det er derfor avgjørende at regelverket er egnet til å ivareta begge behov. Fra et overordnet perspektiv kan avveiningen beskrives gjennom en mekanisme som bygger på at investorens vern styrkes proporsjonalt med omfanget av regulatoriske inngrep i utsteders handlingsrom, og motsetningsvis slik at en lempelse av regulatoriske krav til utsteder vil typisk svekke investorvernet.

Regelverkets evne til å foreta en slik avveining står særlig sentralt ved vurdering av prospektregelverkets anvendelsesområde. Det avgjørende i denne sammenheng er at prospektplikten kun inntreffer i de situasjoner hvor de potensielle investorene faktisk trenger vern gjennom offentliggjøring av et prospekt. I situasjoner hvor et prospekt ikke er nødvendig av hensyn til investorvernet, så vil det være uforholdsmessig om utstederne likevel skal pålegges å utarbeide et prospekt. Reglene skal sikre at investorene gis vern i form av tilflyt av den informasjonen de har behov for, og omfanget av det inngrepet som gjøres i utstederens handlingsrom for å oppnå dette, bør ikke være større enn nødvendig.

Når det gjelder de materielle innholdskravene, så vil et avgjørende spørsmål være hvorvidt disse legger til rette for at prospektene som offentliggjøres får en så høy informasjonsverdi som mulig. Hovedhensikten med prospektet er jo at det skal utgjøre en vesentlig del av investorenes informasjonsgrunnlag. En følge av dette er at reglene først vil være egnet til å ivareta investorvernet dersom de pålegger utsteder å formidle troverdig, relevant og tilstrekkelig informasjon på

en slik måte at investoren kan benytte den til å treffe en veloverveid investeringsbeslutning. Dersom prospektets informasjonsverdi blir så lav at prospektet ikke kan benyttes av potensielle tegnere og kjøpere, så vil reglene for det første ikke ivareta investorvernet i tilstrekkelig grad. For det andre vil man også her kunne begrunne regulering med effektivitetshensynet. Årsaken er at det vil være ugunstig dersom utstederne bruker ressurser på å utarbeide et prospekt, som faktisk ikke benyttes fordi investorene ikke finner nytteverdien i å lese det.

Det fremgår av forordningens fortale at prospektreglene «har som mål å sikre investorvern og markedseffektivitet, og samtidig styrke det indre marked for kapital». ⁶ Som vi har vist vil ha betydning for ivaretagelsen av formålene at regelverket evner å avveie utstedernes byrder opp imot behovet for investorvern. I lys av at forordningens fortale eksplisitt uttaler et mål om å gi regler som innebærer lettelser i utsteders prospektplikt, så blir det det helt avgjørende, for ivaretagelsen av de nevnte hensyn, at reglene kan praktiseres på en måte som faktisk lemper prospektplikten samtidig som investorvernet ivaretas.

1.3. Metode og struktur

Denne avhandlingen benytter EU-rettslig metode. På lik linje som med store deler av den resterende kapitalmarkedsretten, er også prospektreglene basert på EU/EØS-rettslig lovgivning. Vi presiserer at avhandlingen ikke tar sikte på å gjennomføre en uttømmende tolkning av bestemmelsene i prospektregelverket, men at vårt fokus vil være å analysere reglenes faktiske konsekvenser for aktørene i finansmarkedet. For å belyse dette vil vi også benytte økonomisk teori.

Den primære rettskilden som legges til grunn for våre analyser vil være prospektforordningen, heretter omtalt som «PF». Ved fortolkning av forordningen legges det betydelig vekt på formålsbetraktningene, da formålet

⁶ (EU) 2017/1129 premiss 7.

står særlig sentralt fordi ordlyden i de ulike språkversjonene av rettsaktene kan variere.⁷ Utover dette vil forordningens forarbeider benyttes, men det bemerkes her at forarbeidene til EU-rettsaktene tradisjonelt sett tillegges betydelig mindre vekt sammenlignet med hva vi eksempelvis kjenner til fra norsk rett.⁸

Argumenter som taler for å utvise varsomhet med å tillegge forarbeidene for stor vekt er for det første deres tilbaketrukne rolle i selve lovgivningsprosessen⁹. For det andre er EU-rettsaktene ofte inneholde omfattende fortaler, slik at behovet for å gi anvisninger i forarbeids form blir mer begrenset.¹⁰ Avhandlingen tar ikke sikte på noen detaljert behandling av de regler som fremgikk av prospektdirektivet. Imidlertid legger problemstillingen opp til at det i enkelte kapitler vil være relevant å foreta en sammenlignende analyse, så her behandles likevel de deler av direktivet som således er aktuelle.

For å besvare oppgavens hovedproblemstilling vil vi benytte en struktur hvor vi avhandlingens hoveddel fortløpende besvarer flere underordnede spørsmål. I kapittel 2 vil analysere betydningen av å gå fra direktiv til forordning. I kapittel 3 analyserer vi hvilken betydning tidspunktet for prospektpliktens inntreden har for henholdsvis utstederne og investorene. I hoveddelens siste kapittel, kapittel 4, foretar vi en analyse av kravene til prospektets innhold og format. Dette for å undersøke hvordan reglene balanserer hensynet til å formidle konsis og lett forståelig informasjon til investorene opp imot formålet om å lempe utstederens dokumentasjonsbyrder. Avslutningsvis vil vi oppsummere det hele og trekke en slutning om hvorvidt forordningen ivareta aktørenes behov på en tilstrekkelig god og velbalansert måte.

⁷ Stordrange (2018) s. 25

⁸ Stordrange (2018) s. 26

⁹ Sejersted mfl. (2014)

¹⁰ Stordrange (2018) s. 26

2. Fra direktiv til forordning

2.1. Problemstilling

I dette kapitlet skal vi analysere hva overgangen fra direktiv til forordning har hatt å si for reglenes evne til å ivareta de overordnede formål, herunder om prospektregler i en annen type rettsakt har vært avgjørende for ivaretagelse av de aktuelle markedsaktørens behov. Spørsmålet vi stiller i dette kapitlet er følgende:

«Hvorfor har man valgt å vedta prospektregler i forordnings-form, og hvilken betydning har overgangen fra direktiv til forordning for utstedere og investorer i det norske finansmarkedet?»

2.2. EUs ambisjon om en kapitalmarkedsunion

Den 30. september 2015 lanserte EU-kommisjonen sin handlingsplan for gjennomføring av kapitalmarkedsunionen, og et av de fremtredende momentene var konkrete forslag til endringer på sentrale kapitalmarkedsrettslige reguleringer. Det uttalte formålet var å frigjøre kapital ved å utvikle det indre kapitalmarkedet, og dette skulle blant annet gjøres gjennom etablering av en såkalt EU/EØS *singel rulebook*. I henhold til det europeiske råds egne uttalelser skulle begrepet bestå som selve ryggraden i regulering av finanssektoren,¹¹ ytterligere definert gjennom vedtakelse av en rekke detaljerte forordninger og fullharmoniseringsdirektiver.

Planverket er utgitt i et dokument som EU-kommisjonen har gitt navnet *grønnboken om kapitalmarkedsunionen*,¹² der det i forordet gis uttrykk for en klar ambisjon om å bygge opp det indre kapitalmarkedet fra bunnen av, skape en følelse av dynamikk, samt å bidra til økt følelse av tillit til investeringer i Europas fremtid.

¹¹ European Counsel (2021).

¹² GREEN PAPER Building a Capital Markets Union (2015).

For denne avhandlingen er utviklingen essensiell. Årsaken er at den uttrykker behovet for økt harmonisering av regelanvendelsen og tilstrekkelig effektiv håndheving. Planverket har som mål å sikre at barrierer knyttet til virksomhet og investering på tvers av landegrensene kan reduseres, noe som videre vil stimulere til en mer effektiv finansiering av næringslivet.

På prospektregelverkets område har den konkrete konsekvensen blitt overgangen fra prospektdirektivet av 2004 til å ta i bruk den nye prospektforordningen av 2019. I forordningens fortale fremgår det at regelverket utgjør et viktig skritt i arbeidet med å fullføre kapitalmarkedsunionen, og i de norske forarbeidene omtales forordningen som en av de viktigste hjørnesteinene i dette arbeidet.¹³

2.3. Gjennomføring av forordningen i norsk rett

Etter forordningens ikrafttredelse i juli 2019 er noe av det utad mest synlige ved overgangen et element av ren retts teknisk art, nemlig inkorporasjonsbestemmelsen i vphl. § 7-1 som utelukkende sier at prospektforordningen skal gjelde som norsk lov slik den etter sin ordlyd er vedtatt. En konsekvens av gjennomføringen er altså at myndigheten til å vedta gjeldende rett på prospektregelverkets område nå er løftet ut av medlemsstatenes nasjonale lovgivende organer og opp på et EU-rettslig nivå. Foruten få enkelte unntak må enhver medlemsstat nå praktisere reglene i tråd med ordlyden i og formålet med forordningen.

At selve gjennomføringen av forordningen i norsk rett skjer ved «henvisning» i en inkorporasjonsbestemmelse følger av at Norge ikke er medlem av EU, men en del av EØS-avtalen. For EU-land får forordninger direkte rettsvirkninger fra det tidspunktet de vedtas, mens for EØS-landene vil det være nødvendig med et gjennomføringsvedtak. Kravet om å gjennomføre forordningen ved slik inkorporering følger av EØS-avtalen, og er dermed i tråd med norske folkerettslige forpliktelser.¹⁴

¹³ NOU 2018: 10 s. 13.

¹⁴ EØS avtalen art. 7 bokstav a)

I forbindelse med gjennomføring av EU-rettsakter oppstår det, på generelt grunnlag, en rekke problemstillinger særlig omkring legalitets- og rettssikkerhetshensyn, eksempelvis forbundet med forordningens språk. I det følgende vil vi belyse hvordan dette materialiserer på prospektregelverkets område.

2.4. Hvilke hensyn taler for å gi prospektregler i forordnings-form?

En sentral følge av overgangen fra direktiv til forordning er at EU medlemsstatene mister mye av sin lovgivermakt, mens EØS-statene påvirkes i form av at de mister sin innflytelse. En klar fordel med dette er imidlertid at man får et mer ensartet regelverk fordi medlemsstatene får mindre handlingsrom til å gjøre nasjonale tilpasninger. Regelverket blir mer harmonisert på tvers av landegrensene, slik at det blant annet blir lettere å foreta noteringer på utenlandske børser samt at arbeidet med å flytte kapital på tvers av landegrensene vil bli mer smidig.

Utover dette vil en fordel være at rettstilstanden blir mer forutsigbar. Dette er positivt for et stadig mer integrert finansmarked, hvor store deler av den aktiviteten som utøves nettopp innehar grenseoverskridende elementer. Bruk av forordninger vil i så måte også kunne bidra til å styrke markedintegriteten da markedsaktørene i større grad kan føle seg trygge på alle de involverte, til enhver tid, er underlagt det samme regulatoriske rammeverket.

Når det konkret gjelder prospektforordningen og spørsmålet om hvorvidt det forelå et faktisk behov for et mer ensartet regelverk på dette området, så var det på den ene siden ikke mulig å peke på at statenes implementering av direktivet medførte merkbare utfordringer. På den andre siden finnes det imidlertid eksempler på fagfolk som mener å ha identifisert betydningsfulle tolkningsforskjeller som forordningen nå vil stå i veien for å videreføre.

Professor Pietrancosta har reist spørsmålet om hvorvidt prospektforordningen bidrar til å ødelegge begrepet «rettede emisjoner».¹⁵ Budskapet i artikkelen var

¹⁵ Pietrancosta (2018).

at unntaksbestemmelsen i prospektdirektivet hadde en ordlyd som åpnet for tvetydige tolkninger omkring hvilke tilbud utsteder kunne gjennomføre uten å få prospektplikt. Stater som Frankrike, Tyskland, Italia, Spania, Belgia og Portugal fant støtte for å tolke regelen slik at rettede emisjoner kunne defineres som «ikke-offentlig tilbud». I forlengelsen av dette kunne slike tilbud unntas prospektplikt utelukkende i kraft av å være en privat- og ikke en offentlig plassering. I de nevnte statene fant man altså hjemmel for at enkelte tilbud kunne unntas prospektplikt på bakgrunn av sin art uavhengig av om tilbudet var omfattet av direktivets unntaksbestemmelser eller ikke.

En motpol til denne tolkningen så man der stater som for eksempel Storbritannia tolket regelen slik at ethvert tilbud som var omfattet av direktivets anvendelsesområde skulle anses som et «offentlig tilbud til publikum» og dermed, som hovedregel, underlegges prospektplikt. Dette gjaldt helt uavhengig av om tilbudet, etter sin art, var å anse som en rettet emisjon eller ei. Etter denne tolkningen var eneste mulighet for at et tilbud kunne unntas prospektplikt, at en av direktivets unntaksbestemmelser kunne gjøres gjeldende.

Det vi nå har redegjort for er eksempel på at bruken av et direktiv var egnet til å legge til rette for avvikende praksis blant medlemsstatene. En årsak til at funnet er interessant er at tids-og kostnadmessige hensyn taler for at utstedernes mulighet til å gjøre private plasseringer er avgjørende for en velfungerende markedsfunksjon. Dette gjelder særlig ved prekære behov for kapital innen kort tid. Dersom man ser dette i lys av at prospektplikten er byrdefull, og at den for enkelte utstedere kan begrense kapitaltilgangen i markedet, så vil det være uheldig dersom utstedere i ett land kan foreta private plasseringer uten å ofre prospektplikten en tanke, mens utstedere i et annet land får prospektplikt fordi den rettede emisjonen ikke omfattes av juridiske unntaksregler. Utover dette vil de kapitalmarkedene som gir større handlingsrom for å hente kapital uten å få prospektplikt få et konkurransemessig fortrinn, og en avvikende praksis vil i så måte også være skadelig for hensynet til å ivareta en effektiv konkurransesituasjon.

Fra et EU/EØS-rettslig perspektiv vil en slik situasjon være egnet til å skade finansmarkedenes integritet. Årsaken er nettopp at det vil virke tillitsvekkende at potensielle investorer i en rettet emisjon i Norge kan få tilgang på prospekt, mens en tilsvarende fransk investor må treffe en investeringsbeslutning utelukkende på bakgrunn av annen offentliggjort informasjon.

Oppsummeringsvis kan man altså se det slik at hensynet til et ensartet og harmonisert regelverk kan tale for at overgangen til prospektforordningen er et tiltak som ivaretar hensynet til markedets effektivitet og integritet på en bedre måte, sammenlignet med hva direktivet gjorde.

Om man på den andre siden skal se på ulempene ved å vedta prospektregler i forordnings-form, så vil disse særlig være forbundet med rettssikkerhetshensyn og faren for krenkelse av legalitetsprinsippet. Selv om bruk av forordninger innebærer at rettsreglene blir mer ensartete, så vil en konsekvens samtidig være at de blir mindre tilgjengelige for brukerne. I dette ligger det for det første at norske pliktsubjekter må forholde seg til et regelverk som fremgår av dokumenter utarbeidet etter en annen lovgiverteknikk enn den vi kjenner fra den tradisjonelle norske. For det andre vil det ikke publiseres en autoritativ versjon av regelverket skrevet på norsk. Alle forordninger som inkorporeres i norsk lov vil med tiden offentliggjøres i uautoriserte oversettelser, men på grunn av stort etterslep i arbeidet med å oversette rettsaktene er det sannsynlig at regelverk må tas i bruk av norske pliktsubjekter *før* en norsk oversettelse er offentliggjort.

Både det faktum at forordninger kun inntas i norsk lov ved henvisning og de nevnte utfordringer omkring oversettelser samt mangel på autoritativ lovtekst på eget språk, er momenter som utfordrer rettssikkerheten. Dette hensynet gjør seg særlig gjeldende der forordningene innehar sanksjons- og straffebestemmelser, slik som man blant annet ser eksempler på i markedsmisbruksforordningen som trådte i kraft i Norge 1. mars 2021. Når det gjelder spørsmålet om hvorvidt de nevnte ulempene gjør seg gjeldene på prospektregelverkets område, er det særlig to forhold som bør drøftes nærmere.

For det første. Dersom man sammenligner prospektforordningen med andre forordninger, kan man argumentere for at utilgjengeligheten ikke får samme følger på prospektregelverkets område. Tar man eksempelvis utgangspunkt i regler som fremgår av personvernforordningen (GDPR) eller markedsmisbruksforordningen (MAR), så er dette regler som også skal benyttes av «ikke profesjonelle brukere». Reglene om personvern har betydning for både fysiske og juridiske personer, og tilsvarende vil enhver investor og/eller utsteder, uavhengig av profesjonalitet, være avhengig av å kjenne til reglene om markedsatferd. Dette belyser hvordan bruk av et utilgjengelig og komplisert regelverk kan bli problematisk på enkelte rettsområder. Det vi imidlertid ser er at dette er utfordringer som ikke gjør seg fullt ut like gjeldende på prospektregelverkets område. Årsaken er at når utstedere får prospektplikt så vil det, i de aller fleste tilfeller, være interne eller eksterne fagfolk som sitter med ansvaret for å påse at prospektregelverket overholdes. En konsekvens av dette blir at den personelle kretsen med behov for regelverkskompetanse, snevres betydelig inn. I tillegg konsentreres behovet for kompetanse rundt fagkompetente yrkesgrupper, og det forventes at disse vil være i stand til å gjøre seg kjent med regelverket på tross av at det blir noe mer utilgjengelig som følge av forordningen.

For det andre. Prospektregelverket er ikke et rettsområde som er straffesanksjonert.¹⁶ Problemstillinger knyttet til legalitetsprinsippet vil derfor heller ikke gjøre seg gjeldende på prospektregelverkets område.

2.5. Oppsummering

Oppsummeringsvis og i lys av redegjørelsene har vi ikke kunnet identifisere et isolert behov for å ta prospektreglene inn i en forordning fremfor å benytte et direktiv. Likevel er det lite som tilsier at forordningen er en ulempe. Tvert imot taler gode argumenter for at finansmarkedene er tjent med at utstedernes prospektplikt reguleres på en måte som øker graden av harmonisering på tvers av landegrensene. Alle utstederne må forholde seg til det samme rammeverket

¹⁶ Brudd på forordningen kan medføre overtredelsesgebyrer. Det strides om hvorvidt disse kan defineres som straff, jf. Alsaker (2020)

når de skal vurdere å reise kapital i markedene, og alle investorene kan føle seg trygge på at kravet på informasjon står like strekt uavhengig av hvilke marked de opererer i.

Det som imidlertid synes å ha blitt det avgjørende er ikke behovet for nye prospektregler i seg selv, men heller ambisjonen om å skape regler som bidrar til gjennomføringen av kapitalmarkedsunionen. Et sterkt argument som underbygger dette er der man i MiFID II har inntatt bestemmelser som skal ivareta kapitalmarkedsunionens formål om å gjøre kapitalmarkedene lettere tilgjengelig for utstederne, og særlig for selskapene i kategorien SMB. Så lenge prospektplikten på mange måter anses som et obligatorisk steg på utstedernes vei inn i markedet, ville det vært uforenlig med formålet bak kapitalmarkedsunionen om man ikke skulle vedta nye prospektregler som også tok sikte på å ivareta de samme hensynene. Avslutningsvis kan man altså anta at overgangen fra direktiv til forordning ikke virker å være forankret i behovet for mye prospektregler, men snarere i behovet for å støtte opp om kapitalmarkedsunionen.

3. Prospektpliktens inntreden

3.1. Problemstilling

I dette kapitlet skal vi analysere hvilke materielle vilkår som må være oppfylt for at utsteders prospektplikt skal inntre. Spørsmålet vi reiser er følgende:

«I hvilken grad balansere vilkårene for prospektplikt hensynet til utstederens byrder og investorenes informasjonsbehov?»

3.2. Hvilken betydning har regulering av prospektpliktens inntreden?

Dersom terskelen for å utløse prospektplikt er lav, vil investorvernet styrkes ved at investorene gis tilgang på hyppigere og mer informasjon. I tillegg vil større informasjonsmengder bidra til å sikre en trygg og korrekt verdsettelse av de finansielle instrumentene, noe som også vil styrke markedsintegriteten. På den annen side vil en lav terskel for prospektplikt føre til at utstederne kan oppleve

prospektene som en begrensning når de skal vurdere kapitalisering i finansmarkedene, særlig i form av at kostandene blir for høye. Regler som får en slik inngripende og begrensende funksjon kan medføre flukt fra finansmarkedene, og regulering er derfor nødvendig for å sikre at slike inngrep kun gjøres i de situasjoner der behovet er til stede.

3.3. Hvordan avveier inngangsvilkårene for prospektplikt hensynene mellom utstederne og investorene?

3.3.1. Det rettslige grunnlaget

Prospektforordningen oppstiller tre kumulative vilkår som alle må være oppfylt for at regelverket skal komme til anvendelse.¹⁷ For det første må det foretas en disposisjon med «verdipapirer». For det andre må disposisjonen enten innebære at verdipapirene «tilbys» eller at de «opptas til handel på et regulert marked». For det tredje, og forutsatt at det dreier seg om en tilbudssituasjon, så vil prospektregelverket kun komme til anvendelse dersom det aktuelle tilbudet rettes til «offentligheten». I dette punkt 3.3 vil vi redegjøre nærmere for de tre vilkårene.

3.3.2. Vilkår 1: Disposisjonen må gjelde «verdipapirer»

Kravet til EØS-prospekt etter prospektforordningen gjelder «verdipapirer». Begrepet sammenfaller med MiFID II sin definisjon av «omsettelige verdipapirer»,¹⁸ og omfatter blant annet aksjer og andre typer verdipapirer som kan sidestilles med aksjer, obligasjoner eller andre typer gjeldsinstrumenter, eller andre verdipapirer som gir rett til å kjøpe eller selge slike omsettelige verdipapirer. Vi bemerker at definisjonen ikke er uttømmende angitt, jf. begrepet «blant annet». Ytterligere bemerker vi at avhandlingen avgrenses til å behandle regelverket slik det kommer til anvendelse når utsteder foretar aksjerelaterte disposisjoner.

¹⁷ (EU) 2017/1129 art. 1 nr. 1

¹⁸ (EU) 2017/1129 art. 2 bokstav a), jf. 2014/65/EU art. 4 nr. 1 pkt. 44

Det faktum at begrepet opptrer som et koblingsbegrep som direkte knytter PF anvendelsesområde til MiFID-definisjonen er et element som bidrar til en enklere regelanvendelse. Det ville vært utfordrende dersom utstederne skulle forholde seg til én betydning av begrepet «omsettelige verdipapirer» ved anvendelse av MiFID II kravene i verdipapirhandelloven, og en annen definisjon av begrepet når de skulle vurdere hvorvidt de foretar seg noe som utløser prospektplikt. At forordningens anvendelsesområde kan utledes av sentrale koblingsbegreper med sammenfallende definisjoner på tvers av rettsakter, er i så måte til viktig for å ivareta rettsikkerheten.

3.3.3. Vilkår 2: Utsteder må foreta et «tilbud» eller en «notering»

I henhold til PF art. 1 nr.1 får utstedere prospektplikt enten der verdipapirer «tilbys» eller der de «tas opp til handel på et regulert marked». Plikten til å offentliggjøre et noteringsprospekt inntreer naturlig nok kun for de utstederne som skal noteres på et regulert marked, mens plikten til å offentliggjøre et tilbudsprospekt, som hovedregel, gjelder uavhengig av om utstederen er notert på et regulert marked eller ikke.

Dersom man først tar utgangspunkt i en tilbudssituasjon, så kan prospektplikten her begrunnes med at den skal avhjelpe den informasjonsasymmetrien som oppstår mellom partene når utstederne foretar en emisjon hvor de tilbyr investorene å plassere kapital i det aktuelle foretaket. Utsteder vil naturligvis sitte på betydelig mer informasjon om virksomheten og de finansielle instrumentene som tilbys, og et prospekt anses dermed som nødvendig for å verne om investorene ved å gi dem mulighet til å foreta en tilstrekkelig avveining mellom investeringens risiko og potensielle inntjening.

Et spørsmål som imidlertid kan reises er om offentliggjøring av et prospekt vil være den eneste muligheten for å avhjelpe en slik informasjonsasymmetri. Utsteder hvis finansielle instrumenter er tatt opp til handel på et regulert marked vil fra og med søknadstidspunktet være underlagt en rekke andre informasjonsplikter av både løpende og periodisk art, og et legitimt spørsmål er derfor om ikke informasjonen som fremkommer på denne måten vil være

tilstrekkelig. Svaret på dette må i hovedsak forankres i at det å foreta en kapitalforhøyelse står i en særstilling sammenlignet med annen aktivitet som utøves av børsnoterte utstedere.

Tar man eksempelvis utgangspunkt i en emisjon så vil investorene, for å kunne avgjøre hvorvidt de skal delta eller ikke, ha behov for informasjon om en rekke forhold med særskilt tilknytning til den aktuelle emisjonen, og slik informasjon vil ikke omfattes av andre informasjonsplikter. Et praktisk eksempel på dette er der det norske flyselskapet *Norwegian Air Shuttle ASA*, i løpet av de to seneste årene, har gjennomført opptil flere fortrinnsrettsemisjoner der formålet i hovedsak har vært å redde selskapet fra konkurs. Faktorer som informasjon om selskapets tilstand, risikoen forbundet med investering, emisjonens innvirkning på selskapet og dets kapitalstruktur, samt annen relevant informasjon som bidrar til å avgjøre hvorvidt tegningskursen er korrekt, er bare et utvalg av en rekke forhold som potensielle tegnere og investorer vil ha behov for dersom de skal gis grunnlag for å treffe en investeringsbeslutning. All den tid slik informasjon ikke tilkommer markedet på andre måter, vil et tilbudsprospekt derfor være helt nødvendig for å avhjelpe den informasjonsasymmetrien som oppstår og følgelig sikre investorvernet i tilbudssituasjoner.

Når det videre gjelder noteringsprospektet så skal dette motvirke asymmetrier som oppstår i markedet når nye eller hittil private verdipapirer gjøres til gjenstand for offentlig handel. Der et tilbudsprospekt utelukkende utarbeides med hensyn på den konkrete investorkretsen som gis tilbud om å delta i en emisjon, så vil noteringsprospektet i større grad ha til formål å opplyse markedet som sådan om sentrale forhold forbundet med utstederen og de aktuelle verdipapirene. En av årsakene til at vi omtaler prospektreglene som kapitalmarkedets «inngangsdør» er jo nettopp at verdipapirene faktisk ikke kan handles på det regulerte markedet før et godkjent noteringsprospekt er offentliggjort. Dette innebærer at noteringsprospektet på mange måter blir markedets «første møte» med de aktuelle verdipapirene og informasjonen som fremgår har følgelig heller ikke vært omfattet av andre informasjonsplikter. Krav om offentliggjøring av et prospekt når «nye» finansielle instrumenter tas opp til

handel på et regulert marked vil følgelig være i tråd hensynet til å sikre at investorenes informasjonsbehov ivaretas. Man ville ikke klart å opprettholde en velfungerende markedssituasjon dersom omsetningen i de verdipapirene som løpende noteres uteblir fordi investorene har for lite informasjon og vurderer investeringsrisikoen som høy.

Avslutningsvis bør det også nevnes at kravet om prospekt i noteringssituasjoner er viktig for ivaretagelse av investor- og forbrukervernet fordi det har betydning for verdsettelsen av de finansielle instrumentene. På et overordnet nivå kan man si det slik at aksjenes markedsverdi tilsvarer en forventet nåverdi av aksjens fremtidige kontantstrømmer.¹⁹ For å fastsette denne verdien er man altså avhengig av å kunne komme opp med estimater på hva de børsnoterte foretakene kommer til å tjene i fremtiden, og en analytiker vil eksempelvis ikke ha grunnlag for å komme opp med slike estimater uten informasjon. I lys av at markedene ikke kan sies å være effektive dersom de finansielle instrumentene handles til gale priser, baseres den finansteorietiske tilnærming på at markedseffektivitet først sies å foreligge når all tilgjengelig informasjon er diskontert, og dermed gjenspeiles i prisene. Det er nettopp i denne forbindelse at informasjonen som fremgår av noteringsprospektet blir avgjørende for å unngå at verdipapirer som tas opp til handel omsettes til vilkårlige og gale priser.

3.3.4. Vilkår 3: Tilbudet må rettes til «offentligheten»

Som det fremgår av ordlyden i PF art. 1 nr. 1 omfatter forordningens anvendelsesområde kun tilbud om tegning eller kjøp av verdipapirer som rettes mot «offentligheten». Dette vilkåret innebærer at utstederne kun får prospektplikt dersom de retter et tilbud om kjøp eller tegning av verdipapirer til *flere* enn 150 fysiske eller juridiske personer.²⁰ Det gjøres med andre ord en avgrensing der man fra EU sin side har bestemt at tilbud som rettes til en personkrets som etter sitt antall utgjør færre enn 150, da skal tilbudet falle utenfor reglens anvendelsesområde. Vilkåret forankres i at informasjonsbehovet hos mottakerne av det tilbud som rettes til en så snever

¹⁹ Berk & DeMarzo kapittel 9

²⁰ (EU) 2017/1129 art. 1 nr. 4 bokstav b)

personkrets, ofte vil være mindre sammenlignet med informasjonsbehovet ved tilbud som rettes til betydelig flere. Tilbud som rettes til færre enn 150 vil få karakter av å være et privat tilbud der mottakerne typisk er konkret utvalgte investorer som har en relasjon til den aktuelle utstederen. Utover dette vil utstedere, ved fremsettelse av slike tilbud, stå i en mye bedre posisjon i forhold til å formidle det som trengs av informasjon direkte til de aktuelle investorene. At regelverket innehar vilkår som medfører at tilbud til en så liten personkrets ikke omfattes av prospektplikten, er dermed et eksempel på avveiningen mellom investorenes informasjonsbehov og hensynet til å redusere utsteders byrder forbundet med finansiering. Så lenge investorene som mottar tilbudet har anledning til å treffe en veloverveid investeringsbeslutning *uten* et tilbudsprospekt, da er det også i tråd med reglens formål at utsteders også fristilles fra plikten til å utarbeide prospektet.

3.4. Går utstedernes unntaksrett på bekostning av investorvernet?

3.4.1. Rettslig utgangspunkt

Hittil i kapittel 3 har vi redegjort for hvilke situasjoner som etter hovedregelen faller inn under PF anvendelsesområde, og beskrevet hvordan disse situasjonene i utgangspunktet legitimerer prospektplikten under henvisning til at et prospekt vil være nødvendig for å motvirke informasjonsasymmetrier og for å sikre markedseffektivitet. Imidlertid, og som vi allerede har vært inne på, er prospektplikten byrdefullt for utsteder. I lys av at regelverket skal avveie både utstedernes og investorenes behov, finnes det derfor rekke unntak som fritar utsteder fra prospektplikten der bestemte forhold forbundet med tilbudet eller noteringen skal forsvare at de relevante formål og hensyn fullt ut ivaretas selv om det ikke offentliggjøres et prospekt.

3.4.2. Beløpsgrensen

Utsteders plikt til å utarbeide tilbudsprospekt begrenses gjennom forordningens krav om at reglene først kommer til anvendelse der det totale tilbudsvederlaget faller innenfor bestemte beløpsmessige terskelverdier. Rettstilstanden på området etter at forordningen trådte i kraft kan beskrives slik:

<i>Terskelverdi for tilbud</i>	<i>Prospektkrav</i>	<i>Rettslig grunnlag</i>
Tilbud < 1 MEUR	Tilbudet omfattes ikke av forordningen	PF art. 1 nr. 3
1 MEUR < Tilbud < 8 MEUR	Prospektplikten inntreer i tråd med terskel fastsatt i nasjonal lovgivning	PF art. 3 nr. 2 bokstav b)
Tilbud > 8 MEUR	Tilbudet omfattes av forordningens regler uavhengig av nasjonal lov.	PF art. 3 nr. 1 og nr. 2

For det første ser vi at utstedere som retter tilbud til offentligheten der det totale tilbudsvederlaget utgjør mindre enn € 1 million, unntas fra plikten til å offentliggjøre prospekt. Begrunnelsen for å fastsette en slik nedre terskel er at et krav om et tilbudsprospekt i en slik situasjon ikke vil være forholdsmessig da kostandene ved å utarbeide prospektet ikke vil stå godt i forhold til provenyet av tilbudet. Dette unntaket viser dermed hvordan hensynet til utsteder får avgjørende betydning når det er snakk om tilbud som er av størrelsesmessig lav karakter. Når det gjelder hensynet til investorvernet viser statistikk fra *Euronext Oslo Børs* at av de 118 emisjonene som ble gjennomført på den regulerte handelsplassen i 2020, så var det kun i tre som hadde et tilbudsvederlag på mindre enn € 1 million, og som dermed kunne unntas prospektplikt med hjemmel i denne terskelverdien.²¹ Det å sette en nedre grense slik som man her har gjort kan følgelig legitimeres ved at utstedere som henter penger i denne størrelsesordenen kan gis fritt handlingsrom til dette da det ikke vil være til skade for markedets integritet eller investorvernet forøvrig.

Når det gjelder den øvre grensen for hvor stort tilbudet kan være for at utsteder skal gis fritak fra plikten til å utarbeide et tilbudsprospekt, så er denne satt til € 8 millioner. Ved gjennomføringen av forordningen ble denne terskelen hevet fra direktivets grense på € 5 millioner, noe som isolert sett innebærer at utstederne nå gis anledning til å hente større mengder kapital før prospektplikten inntreer. Av hensyn til varierende størrelse på de europeiske finansmarkedene er det

²¹ Euronext Oslo Børs (2021)

imidlertid slik at medlemsstatene sto fritt til å sette denne grenser der de selv måtte ønske innenfor intervallet mellom € 1 million og € 8 millioner.²² Ved vurdering av hvor terskelen skulle settes i Norge var utvalget delt i sitt syn. Flertallet mente at handlingsrommet i forordningen skulle benyttes fullt ut, og argumenterte med at dette ville være det beste av hensyn til markedseffektiviteten. Mindretallet pekte motsetningsvis på investorvernet, og mente at terskelen på € 5 millioner burde beholdes for å ivareta dette. I tillegg pekte de på at adgangen til å operere med en terskel på øvre delen av skalaen var forbeholdt medlemsstatene med de største kapitalmarkedene, og at de fleste land med et marked på størrelse med det norske derfor hadde valgt å bevare grensen på € 5 millioner.²³

Det som imidlertid er viktig i forbindelse med spørsmålet om regelens betydning for markedsaktørene, er den faktiske og reelle konsekvensen av beslutningen om å heve terskelverdien fra € 5 millioner til € 8 millioner. Om vi igjen ser til statistikk fra børsen viser denne at det i 2019 og 2020 ble gjennomført totalt 287 emisjoner. Av disse var det kun i tre av tilfellene snakk om tilbud hvorav det samlede tilbudsvederlaget lå i intervallet mellom € 5 millioner og € 8 millioner. De historiske tallene viser med andre ord at det å heve beløpsgrensen har fått svært få reelle konsekvenser, og en sentral årsak er at et klart flertall av emisjonene som gjennomføres ligger på et mye høyere størrelsesmessig nivå sammenlignet med de beløpene som knyttes til forordningens terskelverdi.

Det kan det altså konstateres at det å flytte beløpsgrensen, i svært liten grad, vil påvirke den emisjonsaktiviteten som normalt sett finner sted på Oslo børs. Det man imidlertid kan argumentere for er at en høyere beløpsgrense vil gi de selskapene som henter kapital i en mindre skala en lettere tilgang til å foreta slik kapitalisering i de regulerte finansmarkedene. Det som imidlertid må tas i betraktning er at forordningen gjennomfører en rekke nye regler som nettopp har til formål å gjøre kapitalmarkedsfinansiering lettere for de mindre selskapene, herunder særlig for SMBs. Innføringen av disse reglene gir følgelig

²² (EU) 2017/1129 premiss 14

²³ ESMA 31-62-1193

grunn til å tro at flere av selskapene med behov for å hente kapital i intervallet mellom € 5 og € 8 millioner, uansett vil benytte seg av forordningens forenklede regler. Konsekvensen blir følgelig at en heving av beløpsgrensen heller ikke får særlig betydning for denne gruppen utstedere.²⁴ Oppsummeringsvis kan det å heve beløpsgrensen derfor betraktes som et element som støtter opp om hensynet til markedseffektivitet og formåle om å redusere byrdene forbundet med finansiering i kapitalmarkedet. Den reelle effekten antas imidlertid å være relativt liten og utgjør derfor ikke grunnlag for å tro at investorvernet svekkes som følge av endringen.

3.4.3. Den generelle unntakslisten

Utover å gi utstedere unntak fra plikten til å utarbeide tilbudsprospekt der tilbudets samlede vederlag utgjør mindre enn € 8 millioner, oppgir forordningen i art. 1 nr.4 bokstav a) til j) en liste med andre, og mer generelle, unntak fra prospektplikten. I henhold til denne listen gis det unntak basert på bestemte karakteristiske trekk ved tilbudet, og unntakene i listen kan kombineres dersom flere av dem kan gjøres gjeldende for den aktuelle emisjonen.²⁵ Når det gjelder det materielle innholdet i denne listen så viderefører prospektforordningen i all hovedsak de generelle unntakene som fulgte av prospektdirektivet, og gjennomføring av forordningen innebærer dermed ikke en endret rettstilstand på dette området. På bakgrunn av dette finner vi det ikke hensiktsmessig å foreta en detaljert vurdering av samtlige unntak som fremgår av PF art. 1 nr. 4. Derimot vil vi kort redegjøre for ett av unntakene som vi særlig mener er relevant for å besvare avhandlingens problemstilling.

Det aktuelle unntaket fremgår av PF art. 1 nr. 4 bokstav a) som sier utsteder fritas fra plikten til å offentliggjøre et prospekt der han utelukkende retter tilbudet til «profesjonelle investorer». Begrepet er definert i MiFID II og det stilles strenge krav til hvilke aktører som omfattes. Den avgjørende er imidlertid at MiFID II eksplisitt definerer en profesjonell investor som en investor som har

²⁴ Finans Norge (2018)

²⁵ (EU) 2017/1129 art 1 nr. 6

tilstrekkelig «erfaring, viten og sakkunnskap til å ta egne investeringsbeslutninger og foreta en egnet vurdering av hvilken risiko det innebærer».²⁶

Vi har allerede beskrevet hvor viktig det er at prospektreglene utelukkende pålegger prospektplikt der det er et reelt behov for informasjonen som fremgår av det. Dersom man ser dette i sammenheng med definisjonen av en profesjonell investor, så er situasjonen nettopp den at et tilbudsprospekt vil være overflødig dersom mottakerne utelukkende defineres som profesjonelle. Årsaken er at den kunnskapen og erfaringen som mangler hos en ikke-profesjonell investor og som nødvendiggjør behovet for et tilbudsprospekt, er det kunnskap og erfaring som den profesjonelle investoren forventes å være i besittelse av. Den profesjonelle investorer har i så måte ikke det samme informasjonsbehovet og han har heller ikke det samme behovet for vern.

Det å gi utsteder unntak fra plikten til å utarbeide tilbudsprospekt når han retter tilbud til profesjonelle investorer vil, for det første, være legitimt ut ifra at utstederne gis et viktig handlingsrom eksempelvis til å foreta rettede emisjoner uten å få prospektplikt. At utstederne gis denne muligheten er særlig avgjørende ved akutte behov for kapital, der faktorer som tegningsgaranti, tid og kostnader er avgjørende. For det andre er unntaket legitimt ut ifra hensynet til markedets integritet og ivaretagelse av investorvernet. Et prospekt skal som hovedregel offentliggjøres fordi det skal avhjelpe informasjonsasymmetrier. Det bærende prinsippet bak dette unntaket er jo nettopp at slike informasjonsasymmetrier ikke oppstår fordi de profesjonelle mottakerne av tilbudet selv er i stand til å skaffe nødvendig informasjon, samt å vurdere informasjonens betydning for en eventuell investering. I lys av dette kan det konstateres at unntaket ivaretar utstederen uten å undergrave investorvernet.

3.4.4. Utvanningsterskelen

Samtlige av de unntakene som vi til nå har redegjort for, er unntak som kan gjøres gjeldende når utsteder etter hovedregelen er underlagt plikt til å

²⁶ Direktiv 2014/64/EU vedlegg II

offentliggjøre et tilbudsprospekt. Det presiseres derfor at det unntaket som vi nå skal vurdere omfattes av den gruppen unntak som kan gjøres gjeldende når utsteder i utgangspunktet er underlagt plikt til å utarbeide et noteringsprospekt.

Unntaket fremgår av PF art. 1 nr. 5 bokstav a) og sier at kravet om å offentliggjøre et noteringsprospekt bortfaller der opptaket til notering gjelder aksjer som utstedes i en allerede notert aksjeklasse, så fremt antallet nye aksjer ikke overstiger 20% av den noterte aksjekapitalen beregnet over en rullerende 12 måneders periode. En sentral bemerkning er derfor at unntaket utelukkende kan gjøres gjeldende der utsteder foretar en sekundærutstedelse. Følgelig vil det kun være de allerede noterte utstederne som omfattes av unntakets anvendelsesområde.

Ved overgangen fra direktiv til forordning valgte EU å endre terskelen i unntaksbestemmelsen ved å heve den fra 10% til 20%. Dette innebærer på den ene siden at utstederne, i løpet av en 12 måneders periode, kan forta sekundærutstedelser av et større omfang uten å få prospektplikt. På den andre siden innebærer endringen at investorenes vern mot utvanning vil svekkes. Det presiseres imidlertid at det finnes en rekke andre selskaps- og verdipapirrettslige regler som har til formål å verne investoren mot utvanning.²⁷ Det er med andre ord ikke slik at prospektreglene alene blir avgjørende for dette vernet, men det er likevel relevant å belyse hvordan utsteders adgang til å foreta prospektfrie sekundærutstedelser også påvirker dette aspektet av investorvernet. Om man plutselig skulle fjernet prospektbyrden ved enhver sekundærutstedelse, så ville dette utvilsomt ikke vært i tråd med hensynet til investorvernet. Gitt en slik situasjon ville man som lovgiver sendt signaler om at utsteder helt fritt kunne utvanne eksisterende aksjonærer, og dette helt uten krav om at det skulle gis noen detaljert form for informasjon om transaksjonen og konsekvensene av den.

Når det videre gjelder informasjonsaspektet så må spørsmålet om hvorvidt en hevet unntaksterskel strider imot hensynet til investorvernet, avgjøres på

²⁷ Alle problemstillinger analyseres i lys av prospektforordningens regler, og det avgrenses til behandling av tilgrensede rettsområder og regelsett.

bakgrunn investorenes informasjonsbehov i tilfellet en sekundærutstedelse tilsier at et prospekt er nødvendig. Som vi tidligere har beskrevet er hovedargumentet for offentliggjøring av prospekt ved en førstegangsnotering (IPO), at informasjonsbehovet i markedet er stort og at informasjonsplikt i form av et prospekt er eneste måte å avhjelpe de informasjonsasymmetrier som oppstår. Dette argumentet står imidlertid ikke like sterkt ved en sekundærutstedelse. En slik transaksjon forventes ikke å skape like store informasjonsasymmetrier som en IPO, *med mindre* sekundærutstedelsen er så stor at den vesentlig endrer forutsetningene for den informasjonen som markedet allerede besitter om utstederen og de finansielle instrumentene.

Oppsummeringsvis kan man med andre ord si det slik at sekundærutstedelser på opptil 20% av aksjeklassens samlede aksjekapital ikke uten videre kan anses for å undergrave investorvernet. 20% vil helt klart innebære en utvanning av eksisterende aksjonærer, men her vil regler som for eksempel likebehandlingsregelentrene inn og sørge for at investorene interesser ivaretas.²⁸ Når det gjelder informasjonsbehovet så kan det også argumenteres for at en økning i aksjekapital på 20% ikke er nok til at investorvernet undergraves og markedets integritet svekkes av at det ikke offentliggjøres informasjon i et prospekt. Der er snakk om en sekundærutstedelse, noe som nettopp betyr at aksjen allerede har notert i en periode, og utsteder har følgelig vært underlagt plikten til løpende å offentliggjøre informasjon. På tross av en økning i aksjekapitalen må denne informasjonen være tilstrekkelig, så lenge det ikke er snakk om større bevegelser.

Avslutningsvis bør det også nevnes at det er helt i tråd med hensynet til markedseffektivitet å gi utstederne et handlingsrom slik som denne regelen gjør. Gjennom å gi et slik unntak åpner man for at utstederne gis mulighet til å benytte seg av korte markedsvinduer, slik at de kan gjennomføre transaksjoner når vilkårene er gunstige uten å bli satt tilbake av et regulatorisk rammeverk. Et eksempel på dette er muligheten til å gjennomføre såkalte «over-natten»

²⁸ Vphl. § 5-14

emisjoner, en form for kapitalforhøyelse som er svært utbredt i det norske kapitalmarkedet.²⁹

3.5. Oppsummering

I lys av det vi nå har redegjort for kan forordningens anvendelsesområde oppsummeres med at et prospekt i utgangspunktet vil være nødvendig for å verne investorene i tilbuds- og noteringssituasjoner, samt å sikre markedets integritet. Likevel må det, særlig ved vurdering av reglens anvendelsesområde, tas i betraktning hvilken byrde det er for utsteder å få prospektplikt. Reglene avbalanserer hensynet til utstedere ved å gi dem unntak fra prospektplikt i enkelte bestemte situasjoner, men det er likevel ikke slik at disse unntakene alene etterlater et inntrykk av at prospektreglene ikke oppfattes eller kan oppfattes som en begrensning når utstedere skal vurdere å benytte kapitalmarkedet som finansieringskilde.

En interessant observasjon som underbygger dette, er at man i 2020 opplevde et rekordhøyt antall nye noteringer på Euronext Growth. Det følger av regelverket at prospektkravene er betydelig mindre omfattende ved opptak til notering på denne handelsplassen, og nettopp dette omtales som en sentral årsak til at stadig flere trekker i denne retningen.³⁰ Det som imidlertid er verdt å bemerke er at det er rettet kritikk mot denne markedsplassen, og dette på grunn av begrenset investorvern.³¹ Det faktum at lempet prospektplikt relateres til svekket investorvern bidrar i så måte til å underbygge prospektets betydning i situasjoner hvor informasjonsbehovet er reelt.

4. Prospektets innhold og format

4.1. Problemstilling

I dette kapitlet skal vi fokusere på de deler av forordningen som regulerer krav til prospektets innhold og utforming. Dette betyr at der vi i det forutgående

²⁹ Wiersholm (2018)

³⁰ Thommesen (2021)

³¹ Bøhren mfl. (2021)

redegjorde for inngangsvilkårene, vil vi nå legge til grunn en forutsetning om at utsteder har utløst prospektplikten og at regelverket dermed kommer til anvendelse. Med dette som utgangspunkt vil vi foreta en analyse av de materielle reglene som avgjør hvilke krav som stilles til den informasjonen som skal inntas i prospektet, herunder også krav til hvordan informasjonen skal presenteres. Spørsmålet vi stiller er:

«Hvordan balanserer innholdskravene hensynet til å formidle konsis og lett forståelig informasjon til investorene opp imot formålet om å lempe utstedernes dokumentasjonsbyrder?»

4.2. Hvorfor er det viktig å regulere prospektets innhold og format?

Som beskrevet i avhandlingens innledende del, kan den finansregulatoriske lovgivningen blant annet begrunnes i hensynet til å sikre velfungerende og effektive markeder, herunder slik at prospektet i hovedsak skal sikre markedets integritet og ivaretagelse av investorvernet. Hovedårsaken til at de materielle innholdskravene er avgjørende i denne sammenhengen, er at prospekter som eksempelvis inneholder store mengder overflødig informasjon, informasjon overload, vil ha lav informasjonsverdi og følgelig være svært dårlig egnet til å ivareta investorvernet. To helt konkrete eksempler på at tilstrekkelig god regulering på dette området kan ha utslagsgivende betydning, er forordningens regulering henholdsvis av presentasjon av risikofaktorer og formatering av prospektsammendraget.

Når det gjelder risikofaktorene så har man for det første skjerpet kravet til forholdsmessigheten mellom de risikofaktorene som medtas og det som spesifikt er relevant for den aktuelle utsteder og verdipapirene. Utover dette er ansvaret for vurderingen av hvorvidt risikofaktorene faktisk er vesentlige, forskjøvet fra investorene og over på utstederen selv. Dette er altså et godt eksempel på hvordan de materielle reglene får en direkte innvirkning på innholdet i og verdien av den informasjonen som offentliggjøres i markedet. Hadde det vært opp til utsteder selv å velge ut den informasjon han mente var mest gunstig å dele, for så deretter å presentere den fra en valgfri innfallsvinkel, så hadde

risikoen vært stor for at tilstrekkelig god, konkret og riktig informasjon aldri nådde investoren. Man ville heller aldri klart å lage en standard for utsteders ytelse og hva som skal utgjøre retningslinjene for god prospektskikk.

Når det gjelder prospektsammendraget så innføres det nå regler som har til hovedformål å gi sammendraget et uttrykk og et format som gjør det attraktivt for investorene å benytte. En situasjon der investorene ikke finner det relevant å lese prospektsammendraget, under henvisning til at informasjonsverdien er for lav, vil være til stor skade for både hensynet investorvernet, hensynet til markedseffektivitet og for finansmarkedenes integritet. Risikoen her er nettopp at dersom prospektsammendraget virker avskrekkende, så vil en naturlig følge fort være at prospektet totalt sett oppleves mer enn avskrekkende.

Konsekvensen blir i så fall at prospektet ikke benyttes og at informasjonsverdien av dem forringes totalt.

4.3. Forventes informasjonsverdien å bli høyere etter at forordningens regler trådte i kraft?

I etterkant av finanskrisen i 2008 kunne man observere klare tegn til et økt samfunnsmessig fokus på ansvarsplassering, herunder erstatningsansvar, forbundet med disposisjoner og annen aktivitet i finansmarkedene. Dette er et element vi ønsker å trekke frem fordi det belyser hvordan ringvirkninger etter finanskrisen på mange måter synes å ha gjort direkte utslag på praktiseringen av prospektreglene. I det samme tidsintervallet så man nemlig at prospektene utviklet seg til å bli dokumenter som presenterte informasjon om en lang rekke forhold på en svært detaljrik og inngående måte. I denne forbindelse er det også tatt til orde for at mer omfattende beskrivelser av virksomheten og de finansielle instrumentene direkte kan knyttes til et økt antall ansvarsrelaterte saker som har vært oppe til vurdering i etterkant av krisen.³²

Det som imidlertid har vist seg å bli en sentral problemstilling i forbindelse med denne utviklingen, er hvorvidt stadig mer omfattende prospekter faktisk har

³² Gorrissen Federspiel (2017) pkt. 9

medført et høyere informasjonsnivå. Dette spørsmålet er interessant fordi det klare utgangspunktet under enhver omstendighet bør være at gjeldende rett legger til rette for en praksis som innebærer at informasjonsnivået i prospektene blir så høyt som mulig. Dersom man kan peke på en utvikling som trekker i motsatt retning, der reglene åpner for en praksis som medfører prospekter med lavt informasjonsnivå, så vil dette være til skade for ivaretagelsen av de overordnede hensyn som ligger til grunn for regelverket.

Et interessant spørsmål å stille er imidlertid om det faktum at informasjonen rent fysisk fremgår, er nok til å fritta utsteder for et eventuelt ansvar. Avhandlingen vil ikke ytterligere gå inn på reguleringen av utstedeers ansvar, men problemstillingen er likevel relevant da nye prospektreglene gir uttrykk for at utstedeers ansvar nettopp skal omfatte noe mer utover ansvaret for at en opplysning faktisk fremgår. Forordningen sender tydelige signaler om at prospektene ikke skal benyttes som en mulighet til å nå markedet med en rekke ansvarsfraskrivelser, og elementer som relevans, formidling og struktur står derfor svært sentralt. Dette er et viktig utviklingstrekk i overgangen fra direktiv til forordning, og som det forventes at vil ha betydning for prospektenes informasjonsverdi. I de følgende kapitler vil vi derfor ta for oss de viktigste reguleringene, og vurdere hvordan hva de vil ha å si for markedsaktørene.

4.4. Hovedregelen om krav til prospektets innhold

4.4.1. Det juridiske utgangspunktet

Hovedregelen for hvilke krav som stilles til prospektets innhold fremgår av art. 6 nr. 1 som sier at prospektet inneholde de «nødvendige opplysninger som er vesentlige for at en investor skal kunne foreta en velfundert vurdering av

- a. Utstedeers eiendeler og forpliktelser, resultat, finansielle stilling og framtidsutsikter,
- b. rettighetene som er knyttet til verdipapirene som tilbys eller søkes notert, og
- c. grunnen til utstedelsen og dens innvirkning på utstedeeren».

Denne formuleringen er i det aller vesentligste videreført fra direktivets regler. Dette betyr at det overordnede grunnleggende prinsippet om at prospektet skal sette investoren i stand til å treffe en velfundert investeringsvurdering, fremdeles gjelder fullt ut slik at ethvert prospekt i det minste må oppfylle dette kravet for å oppnå status som godkjent hos prospektmyndigheten.

4.4.2. Nye krav til formidling av informasjon

En viktig regelverksendring fremgår av PF art. 6 nr. 2 som sier at opplysningene i prospektet skal fremlegges skriftlig i en «kortfattet, lett og forståelig form slik at de lett kan analyseres». At det stilles krav til presisjon og lettfatteligheit ved selve formuleringen er i seg selv ikke nytt, da også direktivet hadde en lignende ordlyd.³³ Det som imidlertid er nytt er at forordningen, i forlengelsen av dette kravet, foretar en negativ avgrensing i det den eksplisitt sier noe om hvilke opplysninger som *ikke* skal utgjøre prospektets innhold. Helt konkret fremgår det av fortalen at:

*«Et prospekt skal ikke inneholde opplysninger som ikke er vesentlige eller spesifikke for utstederen og de berørte verdipapirene, ettersom disse kan ta oppmerksomheten bort fra opplysninger som er relevante for investeringsbeslutningen og dermed undergrave investorvernet».*³⁴

I lys av dette ser man altså at forordningen nå pålegger utsteder ansvaret for å foreta en forholdsmessighetsvurdering der den informasjon som gis, må veies opp imot hva som er «vesentlig» eller faller innenfor det som «spesifikk» omhandler utsteder og de aktuelle verdipapirene. Dette er en interessant utvikling om man ser den opp imot den praksis som ble utøvet ved bruk av direktivet. Som vi belyste i delkapittel 4.3 innebar denne praksisen at utsteder i stadig større grad fylte prospektene med store mengder informasjon. Inntrykket var at utstederne opererte etter et «*det er bedre med for mye enn for lite*»-prinsipp, og det er nettopp denne holdningen man i dag mener at kan ha ført til en «Information-overload» situasjon.

³³ 2003/71/EF art. 5 nr. 1, jf. daværende vphl. § 7-13 første ledd

³⁴ (EU) 2017/1129 premiss 27

Om man skal se på hvilke årsaker som la grunnlaget for en slik rettstilstand så vil argumentet om allokering av ansvar i etterkant av finanskrisen utgjøre sin del. Utover dette kan denne trenden også forankres i at ordlyden i direktivet ga store tolkningsrom hva gjaldt hvilke opplysninger som kunne medtas. Ordlyden beskrev utelukkende at prospektet skulle inneholde den informasjon som var «nødvendig» for at investor skulle kunne treffe en velfundert investeringsbeslutning. Denne ordlyden kunne vanskelig sies å sette klare begrensinger hva gjaldt mengde og relevans. Resultatet ble en svært lav terskel for å ta opplysninger inn i prospektet, og årsaken var nettopp at man utelukkende fokuserte på å holde utsteder ansvarlig for å utelate informasjon som var «nødvendig», men uten å ta stilling til om han inntok informasjon som kunne betraktes som «unødvendig».

Slik som regelen nå er formulert i forordningen så vil man i mye større grad ha anledning til å identifisere begrensninger for den informasjon som skal medtas i prospektet, samt også hvordan den skal formidles. Det faktum at fortalen eksplisitt formuleres med hensyn på de forhold som *ikke* skal med, bidrar sterkt til at de overordnede rammene for prospektets innhold får et fastere begrep. Sammen med det det faktum at EU nå signaliserer at de har indentifisert problemstillingen forbundet med at for mye informasjon faktisk kan dreie oppmerksomheten vekk fra det som er viktig, er dette samlet sett elementer som beviser hvordan forordningens materielle regler tar et tydeligere sikte på å motvirke en situasjon der investorvernet undergraves av presentasjon av store mengder med overflødig informasjon.

Et sentralt aspekt som imidlertid er viktig å belyse, er at de kravene vi nå omtaler kun angir veiledende retningslinjer for hvordan utstederne skal forholde seg til vurderingen av hvilke opplysninger som skal medtas i prospektet. De gis ingen mal for hvordan opplysningene rent språklig skal presenteres. Dette innebærer at forutsetningen for at kravene faktisk skal resultere i prospekter med et høyere informasjonsnivå, for det første vil være at utstederne evner å gjennomføre forholdsmessighetsvurderingen på en tilstrekkelig god måte. I så fall vil de offentliggjøre prospekter der all uvesentlig og ikke-spesifikk informasjon er

utelatt. For det andre vil prospektmyndighetens evne til å håndheve reglene få betydning for den praksis som etableres. Det er deres ansvar å påse at innholdet i prospektene som offentliggjøres tilfredsstillende kravene i forordningen,³⁵ og det har derfor lite for seg å innta skjerpede krav til utsteder dersom prospektmyndigheten ikke håndhever skjerpelsene.

Et legitimt spørsmål i denne forbindelse er imidlertid hvor langt prospektmyndighetens kompetanse faktisk strekker seg når det gjelder å underkjenne prospektet på bakgrunn av brudd med innholdskravene. Vil de gripe inn å underkjenne kun der påkrevde opplysninger faktisk mangler, eller vil de underkjenne også på bakgrunn av at opplysninger er gale eller forholdsmessig irrelevante vurdert i lys av den konkrete utstederen og de finansielle instrumentene? Gitt sistnevnte scenario kommer man heller ikke utenom spørsmålet om prospektmyndigheten i det hele tatt har kompetanse til å mene noe om hvorvidt faktabaserte opplysninger er tilstrekkelig spesifikke eller relevante for de utstederne som sender prospekt til godkjenning. Dette er spørsmål som er svært interessante, og som kan få betydning for praktiseringen av forordningens krav til fremleggelse av relevante og spesifikke opplysninger. Imidlertid og siden spørsmål omkring prospektmyndighetens kompetanse ligger utenfor avhandlingens avgrensning, vil vi ikke tillegge dette aspektet noen avgjørende betydning for våre videre analyser.

Oppsummeringsvis kan man dermed se det slik at forordningen legger til rette for at de overordnede kravene til prospektets innhold vil bidra til mindre omfangsrike prospekter med et høyere informasjonsnivå. Dersom man nå har lyktes med å gi regler som etablerer en strammere praksis for hvilke opplysninger som kvalifiserer til å kunne inntas i prospektet så vil dette støtte opp under ivaretagelse av investorvernet. Investorene vil oppleve prospekter med en høyere informasjonsverdi fordi opplysningene som fremgår lettere kan linkes direkte til den investeringsbeslutningen som skal treffes, samt at informasjonen presenteres på en lett og ukomplisert form. Dette øker

³⁵ (EU) 2017/1129 art. 20 nr. 1

sannsynligheten for at prospektene faktisk vil motvirke informasjonsasymmetri, og følgelig også sørge for at instrumentene kan handles til rette priser.

4.5. Hvordan avveies utstederens byrder og investorens behov for informative prospekter i de innholdsmessige kravene?

4.5.1. Rettslig utgangspunkt

I det foregående kapitlet tok vi for oss den generelle hovedregelen for krav til prospektets innhold. Dette er en regel som tar sikte på å angi de overordnede retningslinjer for hvilke opplysninger som skal inntas, og hvordan de skal presenteres. Følgelig blir regelen det overordnede rettslige grunnlaget ved vurderingen av ethvert prospekt, før den ytterligere suppleres av særskilte regler som konkret angir spesifikke krav forbundet med utarbeiding av prospektet, herunder krav til innhold struktur og format. I de følgende deler av dette kapitlet skal vi se nærmere på de særskilte reglene.

4.5.2. Valg av prospektets format

I henhold til forordningens art 6 nr. 3 kan utstedere som får prospektplikt velge om de vil formatere prospektet som ett, eller flere separate dokumenter. Dersom det sistnevnte alternativet benyttes, fremgår det videre at EØS-prospektet samlet sett skal bestå av et registreringsdokument, et verdipapirdokument og et sammendrag. Det presiseres av denne bestemmelsen, i det aller vesentligste, at det videreføres praksis slik den var ved bruk av direktivet, og at den valgfriheten utsteder gis således ikke innebærer endret rettstilstand etter gjennomføringen av forordningen.

Når det konkret gjelder de materielle kravene til prospektets innhold så opptrer disse uavhengig av valgt format. Dette bekreftes av utfyllende kommisjonsforordninger der det eksplisitt fremgår at det stilles de samme presise krav til innhold i et prospekt som utarbeides i ett enkelt dokument, som til et prospekt som utarbeides i flere separate dokumenter.³⁶ Dette betyr med

³⁶ (EU) 2019/980 art. 24

andre ord at valg av format, isolert sett, ikke har avgjørende betydning for praktiseringen av reglene og hvordan de påvirker utstederne og investorene.

For disposisjonen i denne avhandlingen innebærer dette at spørsmålet om hvorvidt prospektet, rent praktisk, burde utarbeides i det ene formatet fremfor det andre, ikke eksplisitt vil behandles. Følgelig vil vi heller ikke avgrense behandlingen av reglene etter en forutsetning om bruk av et bestemt format. Det vi imidlertid vil bemerke er at vi, i enkelte underkapitler, vil ta et overordnet utgangspunkt i et prospekt som utarbeides *i flere separate deler*. Årsaken er at vi, ved behandling av enkelte emner, finner dette hensiktsmessig av hensyn til å belyse regelverket på en oversiktlig og ryddig måte.

4.5.3. Betydningen av de delegerte rettsaktene

Det er i tråd med PF art. 13 nr. 1 at EU-kommisjonen skal vedta delegerte rettsakter som skal utfylle hovedforordningen. Relevant for denne avhandlingen er kommisjonsforordning (EU) 2019/980 som skal utfylle prospektforordningen med regler om prospektets innhold og format, blant annet ved å oppgi maler som angir det de spesifikke opplysningene som skal inngå i et prospekt. Formålet med den delegerte forordningen er for det første at den skal fastsette hvilke opplysninger det kreves at utstederne skal innta i prospektet. For det andre skal forordningen sikre konsekvent anvendelse av prospektreglene blant alle unionens utstedere og de nasjonale prospektmyndighetene.

Fra utstedernes perspektiv er det utvilsomt en fordel at kommisjonsforordningen bidrar til å skape klarhet omkring hvilke opplysninger som konkret kreves fremlagt. En sentral årsak til dette er blant annet at malene legger til rette for god ressursallokering. For det første reduseres risikoen for at det brukes unødvendige tidsressurser på fremleggelse av opplysninger som faktisk ikke er påkrevd. For det andre vil arbeidsprosessen med prospektene bli mer forutsigbar, både for utstedere og aktører med juridisk bistandsansvar. Uten så detaljerte krav til hvilke opplysningskategorier som skal inntas, ville en risiko vært at utstedere, fra gang til gang, følte på usikkerhet omkring hvorvidt de kategorier som ble benyttet i et tidligere prospekt, også vil være tilstrekkelige å

benytte ved en senere anledning. I en slik situasjon ville rettstilstanden vært lite forutberegnelig, og byrdene forbundet med etterlevelse ville blitt betydelig større for utstederne.

På den andre siden vil slike standardiserte krav også være viktig for ivaretagelse av investorvernet. En sentral årsak her er malene som gjør prospektet til et forutsigbart og lettere gjenkjennelig dokument. Vi har flere ganger omtalt viktigheten av at prospektene skal ha høy informasjonsverdi for investorene, og et avgjørende element i den forbindelse er nettopp at innholdet i forskjellige prospekter enkelt skal kunne sammenlignes. Uten en slik mulighet kan investoren ikke ettergå opplysninger ved å sjekke dem opp mot informasjon som andre aktuelle foretak har offentliggjort i sine prospekter. Ytterligere vil arbeidet med å foreta direkte sammenligninger av betydningsfulle variabler, som for eksempel risiko, vanskeliggjøres – et element som i seg selv ville ha svekket prospektets verdi for investoren.

En annet viktig aspekt er at den delegerte rettsakten gir hjemmel for å differensiere den informasjonen som inntas i prospektet på bakgrunn av verdipapirets art og den konkrete tilbuds tilbuds-/noteringssituasjonen. Dette er et element som styrker investorvernet og motvirker prospekter med store mengder overflødig informasjon. Årsaken er nettopp at malene hjelper utstederne med å utelukke informasjon som ikke faller innenfor det som antas å være nødvendig gitt det spesifikke verdipapiret eller den aktuelle transaksjonen.

Oppsummeringsvis kan man altså se det slik de spesifikke kravene til prospektets innhold og format som fremgår av (EU) 2019/980 for det første får direkte betydning for utsteders arbeid med prospektene. Dette gjelder særlig under henvisning til at et fast og standardisert oppsett skaper forutberegnelighet omkring hva som faktisk kreves, noe som følgelig kan bidra til å redusere tids- og kostnadmessige byrder. For det andre vil kravene legge til rette for at investorene i større grad vet nøyaktig hvilken type informasjon de kan hente ut av prospektene. I tillegg vil det standardiserte oppsettet gjør det mindre krevende å foreta sammenlignende analyser, noe som i mange tilfeller er

avgjørende for å kunne treffe en velfundert investeringsbeslutning. Utover dette er den delegerte rettsakten egnet til å motvirke en «information-overload»-situasjon gjennom sin differensiering av innhold i prospektene. Det bemerkes imidlertid at bruk av den delegerte rettsakten isolert sett ikke er nok til å motvirke en slik situasjon. Det er helt avgjørende at også de innholdskravene som fremgår av hovedforordningen søker å motvirke dette, og særlig viktig er regelen for fremleggelse av risikofaktorer og kravene som stilles til prospektsammendraget.

4.5.4. Innholdskrav: Registreringsdokument og verdipapirdokument

4.5.4.1. *Generelle innholdskrav*

Som tidligere nevnt har utsteder anledning til å utforme prospektet i tre separate deler slik at det består av et sammendrag, et registreringsdokument og et verdipapirdokument. Helt overordnet skal registreringsdokumentet inneholde informasjon om utstederen, mens verdipapirdokumentet skal inneholde opplysninger om verdipapirene som tilbys til offentligheten eller opptas til handel på et regulert marked.³⁷ Når det gjelder de konkrete kravene til innholdet i de to dokumentene så fremgår disse i hovedsak av malene i den utfyllende kommisjonsforordningen.³⁸ Kravene er i det aller vesentligste videreført, og vi finner det derfor ikke hensiktsmessig å foreta en detaljert og grundig gjennomgang av samtlige punkter. Vi vil imidlertid prioritere de innholdskravene som representerer en endret rettstilstand, og her er kravene til fremleggelse og presentasjon av risikofaktorer helt sentrale.

4.5.4.2. *Risikofaktorer*

Det fremgår av art. 16 nr. 1 første ledd at risikofaktorene som angis i et prospekt skal «begrenses» til risikoer som er «spesifikke» for utstederen og/eller verdipapirene, og som er «vesentlige» for å treffe en velfundert investeringsbeslutning. Utover dette er det et krav at de risikofaktorene som inntas kan «bekreftes[et] av innholdet i registreringsdokumentet og verdipapirdokumentet». Dagens regel er altså helt klar på at de risikofaktorer

³⁷ (EU) 2017/1129 art. 6 nr. 3

³⁸ (EU) 2019/980 art. 2 og art. 12

som nevnes skal være «spesifikk» forbundet med utsteder eller verdipapirene, og man innfører med dette et forbud mot en ukritisk oppramsing av mer generelle risikofaktorer, eksempelvis forbundet med investering i utsteders bransje, eller i andre verdipapirer enn nøyaktig det verdipapiret som vedrøres i den konkrete prospektpliktige disposisjonen. Dette underbygges ytterligere av kravet som avskjærer utsteders adgang til å innta risikofaktorer som ikke kan bekreftes av annet innhold i prospektets øvrige deler.

Utover dette skal utsteder nå foreta en vesentlighetsvurdering der risikofaktorene for det første skal vurderes på bakgrunn av sannsynligheten for at de skal oppstå, og det forventede omfanget av de negative virkningene.³⁹ For det andre skal risikofaktorene presenteres i prospektet i et begrenset antall kategorier, herunder slik at de risikofaktorene som nevnes i hver kategori skal listes i henhold til en intern rangering der de «mest vesentlige» faktorene som ble påvist etter vesentlighetsvurderingen, skal nevnes først.⁴⁰

Den direkte konsekvensen av forordningens regel om presentasjon av risikofaktorer er altså at enhver utsteder som skal offentliggjøre et prospekt først må ettergå at de risikofaktorene han inntar er tilstrekkelig spesifikke. Videre må han foreta en vesentlighetsvurdering der han for det første må danne seg et reelt bilde av sannsynligheten for at den aktuelle risikofaktoren skal inntreffe. For det andre må han være i stand til å kunne si noe konkret om hvilke innvirkninger det vil ha dersom den materialiserer seg. I tillegg til dette må risikofaktorene kunne benevnes inn under bestemte kategorier før de så skal gis en innbydes rekkeplassering på bakgrunn av sin vesentlighet.

Om man sammenligner denne prosessen med utsteders arbeid forbundet med presentasjon av risikofaktorer etter direktivets regler, så har arbeidet tilsynelatende blitt betydelig mer omfattende etter at forordningen trådte i kraft. Et eksempel som underbygger dette, er blant annet at utstederne tidligere hadde for vane å innlede avsnittet som presenterte risikofaktorene med et notat

³⁹ (EU) 2017/1129 art. 16 nr. 1 annet ledd

⁴⁰ (EU) 2017/1129 art. 16 nr. 1 fjerde ledd

som eksplisitt presiserte at de *ikke* var beskrevet i bestemt rekkefølge med hensyn på vesentlighet eller sannsynlighet for å materialisere seg.⁴¹ Årsaken til at han kunne gjøre dette var jo nettopp at direktivet ikke krevde utsteder for slike bakenforliggende vurderinger og interne rangeringer.

Et element som ytterligere forsterker merbelastningen er forhold forbundet med at de vurderingene som skal gjøres, potensielt kan være svært krevende. I dette ligger at selv om utsteder kjenner sin egen virksomhet svært godt, så vil det ikke alltid være enkelt å si noe konkret om sannsynligheten for at en risikofaktor skal materialisere seg. For enkelte risikofaktorer kan dette være overkommelig, men for andre kan sannsynlighetsgraden avhenge av eksterne forhold utenfor utsteders kontroll, noe som følgelig gjør vurderingen betydelig vanskeligere.

For investorens del vil krav som dette derimot være positive og årsaken er at de plasserer et større ansvar for å frembringe presis og relevant informasjon hos utsteder. Faren ved å benytte en praksis der risikofaktorene ramses opp i vilkårlig rekkefølge og i et ubegrenset antall er jo nettopp at de, for investorene, kan oppfattes som en rekke ansvarsfraskrivelser. I motsetning vil eksplisitte krav til en nøyere bearbeidelse av risikofaktorene være egnet til å skape prospekter med en høyere informasjonsverdi. At kravene som stilles har til formål å sikre informasjonsverdien støttes av fortalen som sier at hovedformålet med å innta risikofaktorer er å «sikre at investorene foretar en velfundert vurdering, også av risikofaktorene, da dette medfører at de settes i stand til å treffe investeringsbeslutningen ut ifra full kjennskap til alle saksforhold».⁴²

I lys av denne uttalelsen kan man altså se det slik at dersom risikofaktorene ikke presenteres på en måte som gir investoren kunnskap om innholdet i og betydningen av dem, da vil han ha et mangelfullt informasjonsgrunnlag og følgelig ikke være i stand til å foreta en velfundert vurdering av alle saksforhold. Videre vil et resultat av dette være at prospektet som helhet, reelt sett ikke har

⁴¹ Gorrissen Federspiel (2017)

⁴² (EU) 2017/1129 fortale premiss 54

lagt til rette for at investoren kan treffe en velfundert investeringsbeslutning, og hensynet til investorvernet ivaretas således ikke.

Et annet utviklingstrekk som blir avgjørende er forbundet med plassering av ansvaret for vesentlighetsvurderingen. Det å formidle informasjon om risikofaktorer er en sentral del av prospektplikten, og ansvaret for å fremlegge informasjon om risikofaktorenes vesentlighet burde derfor påhvile den som er nærmest å fremsette slik informasjon, nemlig utsteder. Det vil derfor være rart om man skulle pålagt investoren undersøkelsesplikt omkring risikofaktorenes vesentlighet og potensielt frita utsteder for ansvar under henvisning til at faktorene rent faktisk var presentert. Om man i tillegg ser dette i lys av at prospektreglene har som formål å sikre investorvernet og å skape tillit blant potensielle investorer, så ville en slik rettstilstand i så fall være dårlig egnet til å ivareta slike hensyn. All den tid direktivet ikke tok et tydelig standpunkt til hvem av partene som faktisk skulle bevise risikofaktorenes vesentlighetsgrad, bidrar forordningen nå til å skape klarhet på et svært sentralt område.

Oppsummeringsvis er forordningens regel om fremleggelse av risikofaktorer helt klart et tiltak som støtter opp under hensynet til markedets integritet og vern av investorene. Hovedårsaken er at den søker å forsikre at investoren, på en lettfattelig måte, gis korrekt og relevant informasjon om risikobildet. Baksiden av dette kan være at utsteder opplever økt ansvar og mer tyngende byrder.

Eksempelvis har vi pekt på at arbeidet forbundet med å foreta vesentlighetsvurderingen er betydelig mer belastende enn arbeidet med å legge frem en vilkårlig oppramsing av en lang rekke faktorer. Det er imidlertid vanskelig å si noe konkret om nøyaktig hvor mye mer det vil koste utsteder å foreta en slike vurderinger, men man må i det minste kunne si at byrdene i alle fall ikke er blitt noe mindre enn før. Følgelig er dette et element som utfordrer formålet med kapitalmarkedsunionen som nettopp er å lette utsteders byrder forbundet med finansiering i finansmarkedene.

4.5.5. Innholdskrav: Sammendrag

Når det gjelder prospektsammendraget fremgår det av PF art. 7 nr. 1 at dette skal inneholde de «nøkkelopplysninger» som investoren trenger for å forstå arten av og risikoen knyttet til utstederen og verdipapirene som tilbys dem eller opptas til handel på et regulert marked. For å sikre at sammendraget får en slik funksjon skjerpes de øvrige kravene til innhold og format. For det første krever forordningen at sammendraget skal bestå av fire eksplisitt angitte deler.⁴³ For det andre oppgir forordningen hvilke opplysninger som konkret skal inntas i hvert av avsnittene, samt i hvilken rekkefølge de skal presenteres.⁴⁴

Det fremgår av fortalen at formålet med å skjerpe kravene til innholdet i prospektsammendraget er at det i større grad skal kunne benyttes som et selvstendig dokument, herunder slik at det blir en nyttig informasjonskilde for investorene, særlig de som ikke er å anse som profesjonelle.⁴⁵ At nettopp dette har vært tanken bekreftes også av at man nå har innført et eksplisitt krav om at sammendraget ikke utelukkende bør bestå av sammenstilte utdrag fra prospektets øvrige deler.⁴⁶ Dette er et sentralt utviklingstrekk og årsaken er at en slik praksis er stikk i strid med praksis slik den var ved bruk av direktivet. I de tidligere reglene fremgikk klart at sammendraget skulle sammenfatte de viktigste opplysningene som ellers fremgikk av prospektet.⁴⁷ Tidligere hadde man altså hjemmel for at sammendraget kunne utarbeides utelukkende ved å sammenstille utvalgte avsnitt fra registrerings- og verdipapirdokumentet, et sammendrag som etter all sannsynlighet hadde blitt underkjent etter dagens regler.

Utover det nevnte gjennomfører forordningen også et krav om at sammendraget aldri kan utgjøre mer enn maksimalt syv A4 sider i trykt utgave. I samspill med de innholdsmessige kravene sender dette tydelige signaler om at reguleringen av prospektsammendraget er utformet med hensyn på en klar målsetning om at

⁴³ (EU) 2017/1129 art. 7 nr. 4

⁴⁴ (EU) 2017/1129 art. 7 nr. 5, 6, 7 og 8

⁴⁵ (EU) 2017/1129 premiss 28

⁴⁶ (EU) 2017/1129 premiss 30

⁴⁷ 2003/17/EF vedlegg IV

prospektsammendraget ikke skal være et dokument som investorene avskrekkes fra å benytte når de skal treffe sin investeringsbeslutning. At et slik hensyn kan utledes av de endringene som er gjort understøttes blant annet av høringsuttalelsen fra Finans Norge der det fremgår at:

«Kravet om et lettfattelig sammendrag, d.v.s. at det ikke skal være en ren sammenstilling av informasjon som ellers fremgår av prospektet, [...], gjør at det forhåpentligvis vil være flere kunder, og da især forbrukerkunder, som setter seg inn i denne informasjonen»⁴⁸

I tillegg til dette uttaler Verdipapirlovutvalget supplerende at de forventer at sammendraget nå vil få økt betydning for leserne som i større grad til ledes mot dette som en kilde til lett analyserbar og oversiktlig informasjon.⁴⁹ Å innføre regler som gir slike resultater som det her anføres blir helt avgjørende for prospektets evne til å ivareta investorenes behov.

Et aspekt er forbundet med at sammendraget på mange måter vil være investorens «første møte» med den aktuelle investering, og man er derfor helt avhengig av at sammendraget har egenskap av å etablere et tillitsforhold mellom utstederen og den aktuelle investoren heller enn å støte ham vekk. En prospektsituasjon vil i mange tilfeller typisk være forbundet med en kapitalforhøyelse der utstederne er avhengige av at investorene ønsker å skyte kapital inn i foretaket. Det ville vært vanskelig å opprettholde en effektiv markedsfunksjon dersom investorene, i slike tilfeller, heller trakk mot andre plasseringsalternativer fordi de aldri maktet å sette seg inn i prospektet og dermed var for uvitende til å tørre å delta. Det er nettopp slike situasjoner som kan avverges ved å innføre krav som i større grad forsikrer om at mulige investorer gis enkel adgang til lettfattelig og brukervennlig informasjon, typisk gjennom prospektsammendraget.

⁴⁸ Finans Norge (2018)

⁴⁹ NOU 2018:10 (2018) s. 30

Et annet aspekt er det vi kort belyste i delkapittel 4.3 og problematikken omkring at investorer som ikke finner nytteverdi i å benytte prospektsammendraget, mest sannsynlig heller ikke vil finne det særlig aktuelt å benytte det øvrige prospektet som sådan. I en slik situasjon vil både investorvernet og hensynet til markedseffektiviteten undergraves, og årsaken for det første at utsteder i så tilfelle vil stå i fare for å bruke betydelige ressurser på å utarbeide og å offentliggjøre prospekter, og dette til ingen nytte. For det andre så vil investorene enten stå i fare for å treffe beslutninger som ikke er tilstrekkelig informerte og veloverveide, eller så vil de alternativt avstå fra å gjøre investeringer under henvisning til at informasjonsgrunnlaget er for snevert og risikoen følgelig for stor.

Oppsummeringsvis kan man altså se det slik at de nye kravene er godt egnet til å sikre markedintegriteten og ivaretagelse av investorvernet.

Effektivitetshensynet ivaretas også gjennom en større forsikring om at informasjonen tas til etterretning og benyttes som del av investeringsgrunnlaget. Baksiden er imidlertid at kravene innebærer en skjerpelse for utstederne og de kravene som stilles til deres arbeid med å utforme sammendraget.⁵⁰ De kan ikke lenger sette sammen et sammendrag ved å hente ferdigproduserte avsnitt fra prospektets øvrige deler, men må derimot formulere et selvstendig dokument der innholdet skal oppfylle relativt strenge formkrav. Et særlig godt eksempel er der det gis forbud om at fler enn 15 av de risikofaktorene som nevnes i registrerings- og verdipapirdokumentet, kan listes opp i sammendraget.⁵¹ Dette er element som klart vil gi sammendraget et høyere informasjonsnivå, men det vil samtidig kreve mer detaljere og nyansere diskusjoner mellom utsteder og hans rådgivere underveis i arbeidsprosessen, noe som følgelig vil innebære forbruk av både tidsmessige- og økonomiske ressurser.

Et argument som imidlertid taler for at de nye reglene *kan* bidra til å lette utsteders dokumentasjonsbyrde, er at man nå søker større sammenfall mellom prospektsammendraget og de såkalte KID-dokumentene som utarbeides i tråd

⁵⁰ Arntzen De Besche (2018)

⁵¹ (EU) 2017/1129 art. 7 nr. 10

med PRIIPs-forordningen.⁵² Utfordringen er dog at denne forordningen kun gjelder for de utstederne som kategoriseres som PRIIP-produsenter. Dette betyr at denne lettelsen kun kan gjøres gjeldende for et veldig lite antall utstedere, sammenlignet med alle de som potensielt sett kan få prospektplikt. Dette svekker følgelig argumentets betydning.

4.6. Forordningens forenklede regelsett: innebærer det reelle lettelser?

4.6.1. Rettslig utgangspunkt

Det vi til nå har redegjort for er det regelsettet som kommer til anvendelse i de situasjoner der utsteder får prospektplikt, og i den forbindelse pålegges å utarbeide et alminnelig EØS-prospekt i tråd med PF art 6 og de spesifikke krav som fremgår av den delegerte kommisjonsforordningen (EU) 2019/980. Som vi har vist er reglene om krav til innhold i prospektet i det aller vesentligste videreført, men med unntak av at det er gjort sentrale og tildels betydelige endringer i reglene som omfatter krav til fremleggelse av risikofaktorer og utarbeidelse av prospektsammendraget.

De momentene vi har trukket frem utgjør endringer i form av at forordningen gjennomfører en skjerpelse av de regler som også fremgikk av direktivet. Endringene synes, slik også drøftelsene belyser, å dreie seg om skjerpelser av de krav som stilles til utsteder og hans arbeid, tilsynelatende med det formål at investorene skal sikres et sterkere vern. I forlengelsen av dette og på bakgrunn av forordningens overordnede formål er det følgelig interessant å analysere de endringer som faktisk er gjort av hensyn til utstederen.

Som ledd i ambisjonen om å redusere utsteders dokumentasjonsbyrde ved utarbeidelsen av prospekter innfører forordningen flere nye prospektregimer som samlet sett kategoriseres under det man omtaler som «forordningens forenklede regelsett». Dette er regelsett som ikke eksisterte ved bruk av direktivet og som i sin helhet er inntatt i forordningen, utelukkende av hensyn til å oppnå formålet om å gjøre utstedernes tilgang til finansiering i kapitalmarkedet

⁵²(EU) 1286/2014

lettere. Følgelig må man kunne si at det er funksjonen av forordningens forenklete regelsett som blir avgjørende for spørsmålet om prospektreglenes faktiske bidrag til gjennomføringen av kapitalmarkedsunionen.⁵³

Helt konkret innfører forordningen to nye prospektregimer i form av reglene om forenklet opplysningsplikt for sekundærutstedelser og reglene om EU-vekstprospekter. Utover dette innføres også regler om adgang til å benytte et såkalt universelt registreringsdokument. På generelt grunnlag er fellesnevneren for disse reglene at de skal legge til rette for å gi utsteder mulighet til å utarbeide prospekter med forenklete opplysningskrav i bestemte situasjoner der man mener det er hensiktsmessig, samt at det kan gjennomføres uten å gå på akkord med hensyn til investorvernet.

I det følgende vil vi redegjøre for de vilkår og krav som må være oppfylt for at reglene skal komme til anvendelse, før vi vil vurdere den faktiske betydning for utstedere i markedet. Vi presiserer at fremstillingen ikke tar sikte på å gi en detaljert juridisk gjennomgang av det materielle innholdet i reglene, og at vi dermed heller ikke vil foreta en uttømmende behandling av de relevante bestemmelser.

4.6.2. Universelt registreringsdokument

4.6.2.1. Rettslig grunnlag

Det rettslige grunnlaget for adgangen til å utarbeide et universelt registreringsdokument er PF. art. 9. Av denne bestemmelsen følger av nr. 1 at:

«Enhver utsteder hvis verdipapirer er opptatt til handel på et regulert marked eller en MHF, kan hvert regnskapsår utarbeide et registreringsdokument i form av et universelt registreringsdokument [...]».

⁵³ (EU) 2017/1129 fortale premiss 1

Det eneste vilkåret som må være oppfylt for å ta i bruk et universelt registreringsdokument er altså at utsteder har verdipapirer tatt opp til handel på et regulert marked eller på en multilateral handelsfasilitet. Ordlyden «kan» indikerer også at dette en løsning utsteder har rett, men ikke plikt, til å benytte seg av. Når det gjelder de innholdsmessige kravene til det universelle registreringsdokumentet er disse, i det aller vesentligste, helt sammenfallende med kravene som stilles til innhold i et alminnelig registreringsdokument. Den sentrale forskjellen, og hele poenget med denne bestemmelsen fremgår av art. 9 nr. 2 som sier at:

«Når utsteder har fått et universelt registreringsdokument godkjent av vedkommende myndighet i to regnskapsår på rad, kan etterfølgende universelle registreringsdokumenter inngis til vedkommende myndighet uten forhåndsgodkjenning»

Man åpner nå for at utstedere som har sine verdipapirer tatt opp til handel på et regulert marked eller en MHF, årlig kan utarbeide et universelt registreringsdokument. Ytterligere fungerer regelverket slik at utstedere som i to etterfølgende regnskapsperioder har fått godkjent og registrert et universelt registreringsdokument, kvalifiserer som såkalte «regelmessige utstedere», en status som innebærer at det neste universelle registreringsdokument kan registreres uten forutgående godkjenning fra prospektmyndigheten. Hensikten er at de som blir «regelmessige utstedere» skal dra fordel av denne statusen i form av å være berettiget til en raskere godkjennelsesprosess for prospekter der det universelle registreringsdokumentet skal benyttes som del av det fullverdige og godkjente EØS-prospektet.⁵⁴ I forlengelsen av dette vil et sentralt spørsmål være om utstederne faktisk ser seg tjent med å benytte dette regelsettet.

4.6.2.2. Hvem kan benytte det universelle registreringsdokumentet?

Et moment å vurdere vil være det faktum at fordelene ved å benytte et universelt registreringsdokument først materialiserer seg når utsteder har fått status om «regelmessig utsteder». Å oppnå slik status krever som nevnt at

⁵⁴ (EU) 2017/1129 art. 9 nr. 11

utsteder utarbeider og registrerer et universelt registreringsdokument i to regnskapsår på rad, før utsteder deretter får disse godkjent av prospektmyndigheten. På den ene siden innebærer dette at man ikke vil ha mulighet til å oppnå denne statusen og de fordelene som følger uten å bedrive strukturert planlegging, herunder å foreta konkrete tiltak i en lengre periode. Med andre ord er det ikke slik at en vilkårlig utsteder med et akutt kapitalbehov vil ha anledning til å benytte seg av et universelt registreringsdokument, dersom han ikke har handlet målrettet for å oppnå status som «regelmessig utsteder» i minst de to foregående årene.

På den andre siden vil et argument være at reglene uansett ikke skal appellere til alle, men heller mot en utvalgt gruppe av utstederne i markedet. Det fremgår nemlig av fortalen at formålet med regelen er å legge til rette for at utstedere som løpende og regelmessig utsteder verdipapirer kan spare tid og kostander, herunder skal de settes i stand til raskt å reagere på markedsmuligheter. Ordlyden i forordningen er altså helt klar på at adgangen til å benytte universelt registreringsdokument skal appellere til de som «løpende» utsteder verdipapirer. Selv om det ikke gis noen beskrivelse på hvilket krav til hyppighet som ligger i ordet «løpende», må det likevel antas at enhver utsteder ikke faller inn under denne kategorien. Bruk av denne regelen vil med andre ord bero på utstedernes egne vurdering av om hans forventede fremtidige behov for å utstede verdipapirer er av et slikt omfang at han ønsker status som regelmessig utsteder.

4.6.2.3. Lempes byrdene for utstedere med status som regelmessig utsteder?

På den ene siden og under forutsetning av at utsteder relativt hyppig foretar disposisjoner der han pålegges plikt til å utarbeide et EØS-prospekt, fremstår det utvilsomt slik at fordelene er relativt store. Her kan han for hver utstedelse utarbeide et prospekt utelukkende ved å oppdatere det universelle registreringsdokumentet med eventuelle endringer, samt å legge ved et verdipapirdokument og et sammendrag.⁵⁵ Dette er synes svært fordelaktig både

⁵⁵ (EU) 2017/1129 art. 10 nr. 1 første led

med tanke på tiden og ressursene som går med til selve utarbeidelsen, men også med tanke på verdien som ligger i en forkortet godkjennelsesprosess da dette gir mulighet for å agere raskt slik at disposisjoner kan foretas når markedsvilkårene er gunstige.

På den andre siden stiller denne problemstillingen seg i et noe annerledes lys når man tar i betraktning at prospektregelverket gjelder alle som utsteder verdipapirer, uavhengig av verdipapirets art.⁵⁶ Denne avhandlingen er i utgangspunktet avgrenset til å behandle EØS-prospekter i forbindelse med aksjerelaterte disposisjoner, men ved behandlingen av universelle registreringsdokumenter finnes likevel to argumenter som taler for at det er hensiktsmessig belyse sentrale aspekter som ligger utenfor de avgrensede rammer.

Det første argumentet knytter seg til formatet på det universelle registreringsdokumentet. Det er slik at det universelle registreringsdokumentet oppfylle de innholdsmessige kravene som tilsvarende stilles til det «alminnelige» registreringsdokumentet for aksjer.⁵⁷ Det interessante er at dette gjelder uavhengig av om det universelle registreringsdokumentet skal benyttes som del av et prospekt i forbindelse med offentlig tilbud eller opptak til handel av egenkapitalinstrumenter eller ikke-aksjerelaterte verdipapirer. Med andre ord, selv om man ønsker status som «regelmessig utsteder» under henvisning til at man hyppig utsteder ikke-aksjerelaterte verdipapirer, så må det universelle registreringsdokumentet likevel utformes på en måte som tilsvarer utformingen av et aksjerelatert registreringsdokument.⁵⁸ Dette er et argument som taler for at utstedere som ikke allerede har aksjer tatt opp til handel, heller ikke vil vurdere bruken av et universelt registreringsdokument som relevant.

Det andre argumentet bygger på det faktum at dersom man ser regelen fra et overordnet markeds perspektiv, så vil et godt eksempel på regelmessige

⁵⁶ (EU) 2017/1129 art. 1

⁵⁷ (EU) 2019/980 art. 3, jf. vedlegg 2

⁵⁸ (EU) 2017/1129 fortale premiss 39

utstedere typisk være banker og andre virksomheter som løpende utsteder obligasjoner under bestemte obligasjonsprogrammer. Obligasjoner er ikke-aksjerelaterte verdipapirer og på dette området viderefører forordningen direktivets regler om bruk av såkalte «grunnprospekter», en prospekttype som nettopp har sitt anvendelsesområde på utstedelse av ikke-aksjerelaterte verdipapirer. Vi vil ikke gå ytterligere inn på detaljene i regelverket for grunnprospekter, men det trekkes frem at regime omkring slike prospekter allerede er kjent for å representere forenklete prosesser sammenlignet med prosessene forbundet med EØS-prospekter. Dette betyr med andre ord at utstedere av ikke-aksjerelaterte verdipapirer allerede er godt kjent med et prospektregime som, sammenlignet med EØS-prospektet, fra før fremstår som betydelig mindre byrdefullt.

Legger man dette til grunn taler gode argumenter for at mange av dem som potensielt vil vurdere status som «regelmessige utstedere» slik at et universelt registreringsdokument kan benyttes, typisk sammenfaller med de utstederne som allerede er relativt tilfreds med det prospektregime de fra før er underlagt. Følgelig vil de sannsynligvis også foretrekke å videreføre bruken av grunnprospekter heller enn å utarbeide et EØS-prospekt for å kunne benytte adgangen til å gjøre det universelle registreringsdokumentet til del av dette.

Det finnes imidlertid et argument som taler imot at det å videreføre bruken av grunnprospekt vil prefereres fremfor bruk av universelle registreringsdokumenter i disse situasjonene. Dette går på selve godkjennelsesprosessen. Selv om prosessene forbundet med å utarbeide et grunnprospekt anses som mindre byrdefullt enn å utarbeide et EØS-prospekt, synes godkjennelsesprosessene hos prospektmyndigheten å være like omfattende når det gjelder tid. Det betyr at det tidsmessige elementet forbundet med muligheten til å gjennomgå en raskere godkjennelsesprosess, også gjør seg gjeldende her. Med andre ord, selv om utsteder i utgangspunktet ser det fordelaktig å benytte et grunnprospekt, bør han likevel avveie hvorvidt bruken av et universelt registreringsdokument kan veie opp i form av at en raskere godkjennelsesprosess vil sette han i posisjon til å handle raskt dersom det, rent

markedsmessig, vil være gunstig å utstede obligasjoner i løpet av et kort tidsintervall.

4.6.2.4. Hvilken betydning har det universelle registreringsdokumentet for henholdsvis utstederne og investorene?

Et av forordningens overordnede formål er om å lette dokumentasjons- og kostnadsbyrden for utstedere og dermed gjøre tilgang til kapital lettere. På den ene siden er det da bemerkelsesverdig at regler som inngår i det såkalte «forenklede regelsettet» utelukkende appellerer til et utvalg av utstederne, altså bare til de som utsteder verdipapirer med en bestemt grad av hyppighet. Om man så ser dette opp imot drøftelsen omkring utstedelse av ikke-aksjerelaterte verdipapirer og bruk av grunnprospekter, gis man enda et argument for ytterligere å snevre inn kretsen av utstedere som rent faktisk vil vurdere bruken av universelle registreringsdokumenter.

På den andre siden kan det argumenteres for at behovet for lettelser nettopp er størst hos de der aktiviteten er høyest. I lys av dette vil det faktum at regelen omfatter de løpende utstederne understøttes av at den bidrar til å skape lettelser for dem, som på bakgrunn av sin aktivitet, er viktige aktører for å opprettholde og ivareta tilstrekkelig omløp av kapital, herunder tilstrekkelig likviditet i verdipapirene på finansmarkedene. Siden byrden ved prospekter krever en bestemt form for aktivitet for å materialisere seg, vil en naturlig tanke også være at høyere grad av aktivitet resulterer i mer tyngende byrder, noe som igjen legitimerer det å gi lettelser hos de utstedere som befinner seg i denne kategorien.

Samlet sett må man altså kunne si at muligheten for å benytte et allerede godkjent universelt registreringsdokument som del av EØS-prospektet, kombinert med at regelmessige utstedere skal dra nytte av en raskere godkjennelsesprosess, potensielt sett kan innebære vesentlige forenklinger for utstedere notert på regulert marked. En avgjørende forutsetning er imidlertid at utsteder ser verdien i dette og opprettholder sin status som «regelmessig

utsteder» ved at han årlig, og uavhengig av tiltenkt aktivitet i markedet, må registrere et nytt universelt registreringsdokument.

Når det gjelder investorvernet så blir en sentral faktor at reglene om det universelle registreringsdokumentet ikke påvirker informasjonsflyten til markedet, og vil derfor heller ikke svekke investorens posisjon. Det faktum at de regelmessige utstederne kan registrere universelle registreringsdokumenter uten godkjenning fra prospektmyndigheten anses heller ikke som et problem. For det første innehar bestemmelsen i art. 9 detaljerte krav om at dokumentet fortløpende skal redigeres dersom utsteders posisjon endrer seg.⁵⁹ For det andre gis prospektmyndigheten hjemmel for at de når som helst kan vurdere innholdet i dokumentene, herunder skal de kontrollere at opplysningene er fullstendige, sammenhengende og forståelige.⁶⁰

Den samlede konklusjonen må altså være at dersom man med tiden ser at stadig flere utstedere benytter seg av muligheten, og la bruk av det universelle registreringsdokumentet bli et argument for å øke bruken av finansmarkedene som kapitalkilde, da har man også klart å gjøre tiltak som konkret stimulerer til økt markedseffektivitet samtidig som dette ikke går på bekostning av markedets integritet og investorvernet. På nåværende tidspunkt, og uten tilstrekkelig god dokumentasjon på hvor mange utstedere som benytter universelle registreringsdokumenter, er det imidlertid vanskelig å si noe om hvorvidt man har lyktes med dette. Det mest nærliggende er derfor å si at regelen er egnet til å ivareta formålet om å lette utsteders administrative- og kostnadmessige byrder, men likevel slik at utstederens situasjon og egne vurderinger blir helt avgjørende for et slikt utfall. I lys av dette tilsier avveiningen av hensynene på den ene siden at investorvernet er godt ivaretatt. På den andre siden er det likevel ikke slik at lovgiver her innfører en regel som uforbeholdent innebærer lettelse for alle utstedere. Følgelig er det også vanskelig å bruke regelen om universelt registreringsdokument, isolert sett, som argument for å si at forordningen gjennomfører tiltak som betydelig reduserer utsteders byrder.

⁵⁹ EU) 2017/1129 art. 9 nr. 7

⁶⁰ EU) 2017/1129 art. 9 nr. 8

4.6.3. Forenklet opplysningsplikt for sekundærutstedere

4.6.3.1. *Rettslig utgangspunkt*

Reglene om forenklet opplysningsplikt for sekundærutstedelser utgjør ett av de to nye prospektregimene som nå innføres. Sammen med reglene om universelt registreringsdokument og EU-vekstprospekt utgjør denne regelen forordningens forenklede regelsett. Der reglene om universelle registreringsdokumenter er inntatt som helt nye og dermed ukjente før forordningen tredde i kraft, må dagens regler om forenklet opplysningsplikt på mange måter anses som erstatter for direktivets regler om forenklede innholds krav. Det avgjørende er imidlertid at forordningens regler gjennomfører vesentlige endringer både når det gjelder det forenklede prospektets anvendelsesområde, samt også innholdet i det.

Det rettslige grunnlaget for å vurdere reglene om forenklet opplysningsplikt er PF art. 14. Ytterligere er det fastsatt maler som konkret angir hvilke opplysninger som skal fremgå.⁶¹

4.6.3.2. *Reglenes anvendelsesområde*

Reglene om forenklet opplysningsplikt ved sekundærutstedelser skal gi utstederne mulighet til å utarbeide prospekter med lempede opplysningskrav, som i større grad skal være proporsjonale med behovet for informasjon i en situasjon der utsteder allerede har sine verdipapirer tatt opp til handel på regulert marked. Følgelig omfatter regelverkets anvendelsesområde alle utstedere av verdipapirer som har vært notert på regulert marked sammenhengende i minst de siste 18 månedene, og det dreier seg om utstedelse av verdipapirer som er fungible med de allerede noterte verdipapirene.⁶²

Et viktig element i denne regelverksutviklingen er at adgangen til å benytte et forenklet prospekt, nå gjelder alle utstederne som oppfyller nevnte vilkår. Til sammenligning var det nemlig slik at direktivets regler om forenklede innholds krav kun var forbeholdt enkelte typer utstedere og enkelte typer tilbud. De gjaldt utelukkende for SMBs, selskaper med lav markedsverdi og ved fortrinnsrettsemisjoner i noterte selskaper. Tidligere opererte man altså etter

⁶¹ (EU) 2017/1129 art 14 nr. 3

⁶² (EU) 2017/1129 art. 14 nr. 1 bokstav a)

prinsipper om at informasjonsbehovet var mindre da utstedelser ble foretatt av utvalgte utstedere, eller der investorene fikk anledning til å delta i en konkret angitt tilbudssituasjon.

Adgangen til å utarbeide et forenklet prospekt baseres på at man nå ønsker å ta samtlige av utsteders informasjonsplikter i betraktning når det fastsettes hvilken informasjon som skal offentliggjøres til hvilken tid. Dette er avgjørende nettopp fordi regelverket får en innfallsvinkel der det søker å lette utsteders byrder ved å forhindre en rettstilstand der utsteder, for å overholde sine informasjonsplikter, pålegges å offentliggjøre samme informasjon flere ganger. Det faktum at man nå har et annet fokus og følgelig utvider anvendelsesområdet, må dermed anses som et element egnet til å ivareta hensynet til markedseffektivitet. Dette under henvisning til at regelverket letter utsteders byrder gjennom å legge til rette for økt ressursallokering i utsteders arbeid med å oppfylle alle sine informasjonsplikter

4.6.3.3. Forenklet opplysningsplikt: – lempes dokumentasjonsbyrdene uten å svekke investorvernet?

Utover regelverkets anvendelsesområde vil et annet aspekt av betydning være de materielle innholdskravene i prospektet. Fra utsteders perspektiv hjelper det lite å utvide anvendelsesområdet dersom det faktum at man omfattes i realiteten ikke innebærer forenklinger når det gjelder krav til prospektets innhold. Fra investorens perspektiv blir det avgjørende spørsmålet hvorvidt forenklingene er av et så stort omfang at utsteder gis hjemmel for å utelate informasjon som er av avgjørende betydning for den beslutningen investoren skal treffe.

Når det gjelder krav til det konkrete innholdet så fremgår det av art. 14 nr. 2 at det forenklete prospektet skal inneholde de relevante «begrensede» opplysningene som er nødvendige for at investoren skal få kunnskap om utstederen og de aktuelle finansielle instrumentene.

Når det gjelder innholdet i begrepet «begrensede opplysninger» så fremgår det av fortalen at bakgrunnen for innføringen av det forenklete prospektet for

etterfølgende utstedelser er at investoren har mindre behov for informasjon der en utsteder har historikk som notert utsteder, og hvor han løpende har publisert informasjon til markedet i denne perioden.⁶³ Videre fremgår det at bakgrunnen for kravet om at utstederen skal ha vært notert i en periode på minst 18 måneder, er at utstederen da vil ha utarbeidet minst en årsrapport i samsvar med rapporteringsdirektivet.⁶⁴ Dette indikerer altså et innholdskrav som tilsier at utsteder skal kunne begrense seg til informasjon som ikke er offentliggjort i tråd med andre informasjonsplikter, eller som av andre grunner er alminnelig kjent i markedet.

En slik tolkning underbygges også av at art. 14 nr. 2 bokstav a) eksplisitt sier at utsteder kun skal innta opplysninger som avser eventuelle betydelige endringer i utsteders virksomhet og finansielle stilling som har «inntruffet siden utgangen av forrige regnskapsår». Resonnementet følger av at dersom utsteder har vært notert i mer enn 18 måneder, så har han ved utgangen av forrige regnskapsår offentliggjort sine årsregnskaper i tråd med rapporteringsdirektivet. Disse regnskapstallene er følgelig informasjon investoren ikke har behov for å få fremlagt i et prospekt da han tidligere har kunnet følge offentliggjøringen av dem, eller at han kan finne informasjonen tilgjengelig andre steder. For utsteder blir resultatet at han, ved utarbeidelsen av et forenklet prospekt, kan begrense seg til å innta informasjon som avser endringer fra det årsregnskapet han tidligere har offentliggjort, og dette under henvisning til at investoren nettopp ikke har behov for at prospektet gir han mer informasjon enn det som representerer et avvik fra det han har kunnet/kan gjøre seg kjent med via andre informasjonskanaler.

Det resonnementet vi nå redegjorde for var forankret i ordlyden i art. 14 nr. 2 bokstav a), og de betraktninger vi belyste kan i så måte utelukkende synes å gjelde utsteders rett til å begrense opplysningsplikten ved offentliggjøring av regnskapsinformasjon. En viktig presisering er derfor at det samme resonnementet tilsynelatende også kan gjøres gjeldene for andre

⁶³ (EU) 2017/1129 fortale premiss 48

⁶⁴ (EU) 2017/1129 fortale premiss 49

rapporteringspliktige områder. Et argument som underbygger dette er at kommisjonen, ved fastsettelsen av hvilke begrensede opplysninger som skal kreves, særlig skal ta følgende i betraktning:

«For å unngå at unødige byrder pålegges utstederne, skal kommisjonen når den fastsetter de begrensede opplysningene, også ta hensyn til opplysningene som en utsteder allerede er pålagt å offentliggjøre i samsvar med direktiv 2004/109/EF [rapporteringsdirektivet] dersom det er relevant, og forordning (EU) nr. 596/2014 [markedsmisbruksforordningen].⁶⁵ Kommisjonen skal også tilpasse de begrensede opplysningene slik at det legges vekt på opplysninger som er relevante for sekundærutstedelser, og som er forholdsmessige»⁶⁶

Dersom man nå vurderer regelverket fra et overordnet perspektiv ser man altså at utstedere som har vært notert sammenhengende i en periode på minst 18 måneder, og som i tillegg etterlever sine informasjonsplikter i tråd med MAR, allerede har forsynt markedet med mye av den informasjonen som etter hovedregelen i PF art. 6 kreves fremlagt i et EØS-prospekt. På bakgrunn av dette vil en nærliggende tolkning følgelig være at utsteders rett til å begrense opplysningene i det forenklede prospektet strekker seg dit at han som hovedregel kan unnta de opplysninger som i sin helhet er offentliggjort på et tidligere tidspunkt, men slik at opplysningene som inntas er proporsjonale med den aktuelle sekundærutstedelsen. En slik tolkning vil tilsynelatende også harmonere godt med formålet om å unngå at utsteder påføres unødvendig tyngende byrder. Som tidligere belyst ville det være bemerkelsesverdig om man utad markedsfører lettelse av utsteders byrder, men samtidig pålegger han å bruke ressurser på å offentliggjøre samme informasjon flere ganger.

Oppsummeringsvis kan man altså antyde at tanken fra lovgivers side er at de begrensede opplysningene i et forenklet prospekt i kombinasjon med andre

⁶⁵ Vår utheving

⁶⁶ (EU) 2017/1129 art. 14 nr. 3

informasjonsplikter, samlet sett gir investoren grunnlag nok for å treffe en veloverveid investeringsbeslutning. Dette synes for det første å være forankret i at den samlede mengden informasjon som løpende er blitt offentliggjort over en periode på minst 18 måneder, inkludert det forenklete prospektet, langt på vei tilsvarer den informasjonen som kreves fremlagt i et fullverdig EØS-prospekt. For det andre er et sentralt element at investorens informasjonsbehov forventes å være betraktelig mindre ved en sekundærutstedelse, nettopp fordi han over tid har hatt anledning til å gjøre seg kjent med den aktuelle utstederen og de verdipapirene han nå skal beslutte hvorvidt han skal investere i.

Med andre ord, og om vi igjen reiser spørsmålet om hvorvidt forenklingene gir utsteder hjemmel for å unnlate informasjon av avgjørende betydning for investoren, så synes svaret på dette være at han ikke settes i noen svakere posisjon når det gjelder tilgang på nødvendig informasjon.

Når det gjelder reglens funksjon sett fra utstederens perspektiv så reiste vi innledningsvis i dette underkapitlet spørsmålet om hvorvidt det faktisk at man har utvidet anvendelsesområdet for bruk av forenklete prospekter, får betydning for om utsteder faktisk opplever færre byrdene ved å utarbeide et prospekt. Her kan man på den ene siden og for det første peke på at utvidelse av anvendelsesområdet synes å være et positivt tiltak. I lys av drøftelsene virker det helt legitimt å utforme reglene om forenklete prospekter med hensyn på harmoni med andre informasjonsplikter. Under henvisning til at samtlige av de noterte utstederne er underlagt de samme informasjonspliktene ville det være bemerkelsesverdig om man skulle videreføre en praksis som tilsa at kun en utvalgt gruppe utstedere kunne benytte de forenklete kravene.

I forlengelsen av dette må man, for det andre, kunne konstatere at reglene om forenklete prospekter isolert sett synes å gjennomføre lettelser for utsteder med prospektplikt. På generelt grunnlagt må man kunne si det slik at selv om de finansmarkedsrettslige informasjonspliktene er helt avgjørende for opprettholdelsen av et velfungerende marked, så vil utstederne i mange tilfeller betrakte dem relativt inngripende, og dette nettopp under henvisning til at det brukes store ressurser på å overholde dem. At regelverket nå synes å anerkjenne

det faktum at samspillet mellom informasjonspliktene kan benyttes til å skape økt proporsjonalitet mellom de krav som stilles til utstederen og markedets informasjonsbehov i den konkrete situasjonen, betraktes i så måte som en positiv utvikling som gagnar både utstedere og investorer.

Det som imidlertid bør nevnes og som på den andre siden kan betraktes som en ulempe, forankres i to temaer vi tidligere har belyst, nemlig om utarbeidelse av prospektsammendraget og fremleggelse av risikofaktorer. På tross av at det forenklete prospektet kun skal inneholde begrensede opplysninger, så åpnes det imidlertid ikke for å gjøre begrensinger i innholdet og utformingen av prospektsammendraget, ei heller ved fremleggelsen av risikofaktorene. Dette betyr med andre ord at selv om utsteder benytter et forenklet prospekt, så skal prospektet inneholde et sammendrag som er utarbeidet i tråd med forordningens art. 7,⁶⁷ samt at både registreringsdokumentet og verdipapirdokumentet skal inneholde risikofaktorer som er utvalgt og fremlagt slik det følger av art. 16.⁶⁸

I lys av de forutgående drøftelsene vi gjorde på de nevnte områdene ser man altså her et eksempel på at forordningen på den ene siden gjennomfører et tiltak som tilsynelatende går langt i å etterleve formålet om å lette utsteders byrder, samtidig som forordningen på den andre siden også gjennomfører tiltak som på mange måter bidrar til å sette lettelsene i et mer beskjedent lys. En oppsummering av argumentene tilsier med andre ord at regelen om forenklete prospekter, isolert sett, innebærer lettelse av utsteders byrder, men at disse lettelsene veies opp forordningens skjerpede krav til fremleggelse av risikofaktorer og utarbeidelse av sammendrag.

Samlet sett må man likevel kunne se det slik at regelen om forenklete prospekter er tiltak som synes å lette utstederens byrder samtidig som det ikke svekker investorvernet. Dette er positivt og legger til rette for økt markedseffektivitet samtidig som det ikke går på bekostning av integriteten. Det

⁶⁷ (EU) 2017/1129 art. 14 nr. 1 annet ledd

⁶⁸ (EU) 2019/980 art 4 og 13, jf. vedlegg 11 og 12

avgjørende blir imidlertid om lettelsene, med tiden, vurderes som store nok til at finansiering i kapitalmarkedet faktisk blir mer attraktivt. Det er vanskelig å si noe konkret om dette i dag. Selv om utviklingen er god, er en uforbeholden tanke likevel at forordningen heller ikke på dette punkt treffer hundre prosent når det kommer til det å la det materielle innholdet svare for ambisjonen om at man virkelig ønsker å gjøre utstedernes inntreden og tilstedeværelse i finansmarkedene enklere.

4.6.4. EU-vekstprospekt

Det siste delementet av den gruppen regler som utgjør PROSPEKTFORORDNINGEN forenklete regelverk er innføringen av det nye prospektregimet omtalt som EØS-vekstprospekter. Anvendelsesområdet for dette prospektregimet vil i det aller vesentligste falle utenfor de avgrensinger som er gjort i denne avhandlingen, og dette underkapitlet vil i så måte utelukkende ta sikte på å gi en kort redegjørelse for det overordnede innholdet i regelverket og de formål som ligger til grunn. Årsaken til at EØS-vekstprospektene i det heletatt omtales på tross av de faller utenfor avgrensingen, forankres i at vi hittil har lagt stor vekt på forordningens forenklete regelsett, og at vi dermed finner det mangelfullt å foreta en fullstendig utelatelse av det ene av de til sammen tre bestanddelene som utgjør dette regelsettet.

Det rettslige grunnlaget for adgangen til å benytte EØS-vekstprospekter er spekk art. 15. Sammenlignet med det direktivets regelverk etablerer denne bestemmelsen en helt ny form for prospekt som i hovedsak har til formål å innføre prospekter med forenklete innholdskrav for enkelte utstedere. Med tanke på anvendelsesområdet er det nærliggende å se reglene om EØS-vekstprospekt som et tiltak prospektforordningens gjennomfører med formål om å skape harmoni med MiFID II som konkret innfører regler om særskilte markeds plasser for små og mellomstore bedrifter, såkalte vekstmarkeder for SMB. Argumentet som underbygger dette er jo nettopp at reglene utelukkende kan benyttes av utstederne i kategorien «små og mellomstore bedrifter» (SMB),

samt også andre utstedere tatt opp til handel på vekstmarkeder for SMB, men med en gjennomsnittlig markedsverdi på under € 500 millioner.

Følgelig fremgår det eksplisitt at denne prospektformen ikke kan benyttes av utstedere som har finansielle instrumenter tatt opp til handel på en regulert markeds plass.⁶⁹ Denne begrensingen er imidlertid viktig for å sikre forutsigbarhet og forutberegnelighet, og årsaken er nettopp at den medfører at investorene slipper å benytte seg av et to-sporet-informasjonssystem avhengig av utstederens markedsverdi.⁷⁰

Utover formålet om å lette dokumentasjonsbyrden for utstedere notert på regulerte markeder, synes et vel så sentralt hensyn bak prospektforordningen å være at den skal utgjøre et viktig element i ambisjonen om å skape en kapitalmarkedsunion, hvorav et særlig fremtredende mål er å legge til rette for innhenting av kapital for ekspanderende små og mellomstore bedrifter. For utstederne som kan benytte regelverket må utviklingen betraktes som positiv. Under henvisning til at det her er snakk om utstedere som på generelt grunnlag henter inn mindre kapital enn større foretak, så vil man fort ende i en situasjon der det oppstår et misforhold mellom størrelsen på den kapitalen som hentes inn og kostnadene forbundet med å utarbeide et fullverdig prospekt. Dette er et misforhold som i verste fall kan bidra til at disse selskapene helt eller delvis forhindres i å bruke kapitalmarkedene.

I forlengelsen av dette er den overordnede tanken med bruken av EØS-vekstprospekt at det skal ha et format som innebærer at det er overkommelig for utstederen å utarbeide det selv, uten bistand fra eksterne rådgivere. Ytterligere skal sentrale aspekter ved de innholdsmessige kravene være at informasjonen bør tilpasses slik at det legges vekt på de opplysninger som er vesentlige og relevante når det investeres i de tilbudte verdipapirene, og på å

⁶⁹ (EU) 2017/1129 art. 15 nr. 1 første ledd

⁷⁰ Avhandlingen er avgrenset til å omhandle utstedere på regulerte markeder. Det redegjøres likevel kort for bruk av EU-veksprospekter da de utgjør en del av forordningens forenklete regelsett.

sikre forholdsmessighet mellom selskapets størrelse og finansieringsbehov på den ene siden, og kostnadene ved å produsere et prospekt på den andre siden.⁷¹

Når det gjelder spørsmålet om hvorvidt regelen om bruk av EØS-vekstprospekter er et tiltak som innebærer at prospektforordningen faktisk lykkes med å ivareta sine formål på dette området, så er dette noe som i betydelig grad vil avhenge av at MiFID II reglene om etablering av nye markedsplasser faktisk tas i bruk av utstederne dette vil være aktuelt for. Dersom utstederne i de nevnte kategoriene finner det tilstrekkelig å holde sine verdipapirer utenfor det regulerte markedet, for så utelukkende å operere på vekstmarkedene, er det nærliggende å anta at prospektforordningen bidrar med regler som i positiv forstand er egnet til å sikre at utsteder kan gjennomgå effektive tilbudsprosesser der ressursene som benyttes kan allokeres på en god måte.

4.7. Oppsummering

For det første må konstateres at forordningen innfører en rekke nye regler, og det forventes at flere av disse vil danne grunnlag for ny praksis forbundet med utarbeidelse av EØS-prospekter. På den ene siden har vi sett at regelen om fremleggelse av risikofaktorer sammen med nye krav til prospektsammendraget, er gode eksempler på endringer som er gjort for å sikre investorene enklere tilgang til spesifikk og relevant informasjon. På den andre siden har vi vist hvordan de samme reglene vil kreve mer av utstederne når prospektet skal utarbeides. Dette baseres i hovedsak på at han pålegges et mye større ansvar for at innholdet oppfyller kravene til relevans, men også for at innholdet presenteres på en tilstrekkelig god måte. Imidlertid, og på tross av at enkelte av de nye reglene kan oppfattes ekstra byrdefulle for utstederne, så må dette veies opp imot resultatet av forordningens forenklete regelsett. Særlig relevant er adgangen til å benytte universelle registreringsdokumenter, og adgangen til å offentliggjøre et forenklet prospekt. I henhold til våre analyser vil ingen av de nevnte regelsettene i utgangspunktet svekke investorvernet, og investorenes behov kan dermed sies å være tilstrekkelig balansert. Det man imidlertid kan

⁷¹ (EU) 2017/1129 fortale premiss 52

stille spørsmål ved er hvorvidt reglene faktisk gjør realitet ut av ambisjonen om å lette utsteders kostnadmessige- og administrative byrder. Dersom man sammenligner reglene med direktivets regler, så er det klart at forordningens regler i det minste er bedre egnet til å gjøre kapitalmarkedsfinansiering lettere tilgjengelig for utstederne. På tross av dette viser analysen at reglenes materielle innhold imidlertid ikke åpner for å gi utstederne ubetinget adgang til betydelig mindre inngripende dokumentasjonskrav i de prospektpliktige situasjonene. I lys av omtalen av prospektreglene som finansmarkedets inngangsdør, er det kanskje særlig problematisk at de forenklete reglene utelukkende kommer til anvendelse ved sekundære utstedelser.

5. Konklusjon

I forordningens fortale står det at prospektforordningen et viktig element i opprettelsen av kapitalmarkedsunionen og hovedårsakens er forordningens formål om å lette utstedernes dokumentasjonsbyrder og samtidig gjøre adgangen til kapital i de europeiske finansmarkedene lettere. Når vi reiser spørsmålet om hvorvidt prospektreglene avveier hensynet til investorvern opp imot utsteders byrder forbundet med offentliggjøring av prospekt, så er dette nettopp for å kunne analysere hvor langt forordningen går i å lempe dokumentasjonsbyrdene. Vi ønsket å analysere om de nye reglene rent faktisk gjør kapitalmarkedene lettere tilgjengelige slik at de følgelig kan sies å utgjøre en forskjell for utstedere og investorer som henholdsvis ønsker å reise og å investere kapital i markedene.

Når det gjelder det konkrete endringene vi har analysert må det særlig trekkes frem at forhøyelsen av utvanningsterskelen fra 10% til 20% i forbindelse med sekundærutstedelser, forventes å få direkte betydning for utstederne på det norske markedet. Denne regelen blir hyppig brukt av utstedere som ønsker å foreta rettede emisjoner, en form for kapitalforhøyelse som i kraft av sin art allerede er kostnads- og tidsmessig gunstig for utstederne. Det faktum at de nå kan operere innenfor et intervall som er dobbelt så stort vil dermed gjøre det lettere å hente ny kapital innenfor de aksjeklassene som allerede er notert, og dette kan utstederne gjøre uten å krenke investorenes vern.

Ytterligere ha et gjennomgående tema vært behovet for å gjøre gi prospektet en så høy informasjonsverdi at det faktisk benyttes av investorene uten at kravene til utstederne skal oppleves som så inngripende at de skremmes vekk. Det er gjort tiltak som er egnet til å ivareta investorenes behov for relevant, konsis og lettfattelig informasjon, og det er gjort tiltak som er egnet til å redusere omfanget av det arbeidet og den prosessen som utstederen må gjennom for å få et prospekt godkjent og offentliggjort. Imidlertid er følelsen man sitter igjen med at dersom forordningen virkelig skulle bidra med en løsning på den nevnte tematikken, så burde den vært mer ambisiøs og følgelig foretatt en større revidering av regelverket. På tross av skjerpede regler til antallet opplysninger som skal inntas, og adgang til å benytte forenklede innholdskrav så snakker man fremdeles om EØS-prospekter som omfattende dokumenter med betydelige mengder innhold. Dersom man eksempelvis tar utgangspunktet i en emisjon så er det interessant å stille spørsmål omkring hvorvidt det egentlig er behov for denne informasjonen. Utstederne er allerede underlagt strenge informasjonsplikter, og alle løpende handler i sekundærmarkedet gjennomføres på bakgrunn av årsrapporter og annen offentliggjort informasjon. Ville ikke dette være tilstrekkelig også ved en emisjon? På samme måte kunne man faktisk reist spørsmål om hvorvidt prospektkravene forbundet med notering også kunne ha vært redusert. Det tas blant annet til orde for at den informasjonen som kreves i forbindelse med et IFRS årsregnskap, kombinert med informasjonskrav knyttet til verdipapirene vil være tilstrekkelige fremfor et omfattende prospekt.⁷²

På tross av dette og dersom man skal se reglene forordningen fra et noe mer overordnet perspektiv så taler den finansteorien i kombinasjon med behovet for tillit til finansmarkedene for at offentliggjøring av et prospekt er nødvendig. En klar forutsetning er imidlertid at prospektene faktisk benyttes til annet enn å fungere som en sikkerhetsventil mot useriøse utstedere og kapitalfinansieringer. Skal man tro EU selv var det på høy tid med et nytt regelverk som gjorde tiltak for å forhindre nettopp dette.⁷³ I et arbeidsdokument forut for vedtakelse av

⁷² Gorrissen Federspiel (2018)

⁷³ Commission Staff Working Document til prospektforordningen SWD (2015) 255 pkt. 3.2.

forordningen uttalte kommisjonen at de reviderte kravene som kom med endringsdirektivet i 2010 ikke hadde gjort noen nytte for seg. De hevder at lengden på prospektene og det faktum at de ofte ble utarbeidet med formål om å adressere et ansvar fremfor å informere investorene på en passende måte, undergravde investorvernet. I tillegg mente de at avvikende gjennomføring av direktivet og svært forskjellige tilnærminger blant medlemsstatene vakte irritasjon og usikkerhet blant investorene. Dersom man ser det nye regelverket i lys av dette så synes forordningen i den minste å etablere et rammeverk som er vesentlig bedre egnet sik å sikre effektiv investorbeskyttelse. Samtidig åpnes det i nå i større grad for at utstederne, i samspill med prospektmyndighetene, vil ha anledning til å etablere en ny praksis som ivaretar investorenes behov samtidig som retningslinjene for god prospektskikk blir rimeligere og noe mindre byrdefulle.

6. Kilder

Litterateur

- Alsaker 2020 Alsaker, Lars S. «Kan bruk av overtredelsesgebyr komme i strid med EMKs klarhetskrav» 2020 <https://www.kyst.no/article/kan-bruk-av-overtredelsesgebyr-komme-i-strid-med-emks-klarhetskrav/> Hentet 23.06.2021
- Arntzen De Besche 2018 Arntzen De Besche «Nyhetsbrev – Verdipapirovutvalget har fremlagt NOU 2018:10 – om gjennomføringen av prospektforordningen og fastsettelse av regler for nasjonale prospekter» 2018 <https://www.adeb.no/aktuelt/aktuelt/nyhetsbrev---verdipapirlovutvalget-har-fremlagt-nou-2018-10/> Hentet: 12.04.2021
- Berk & DeMarzo 2020 Berk, Jonathan og Peter DeMarzo *Corporate finance* 5.utg. Harlow: Pearson publishing 2020
- Bøhren mfl. 2021 Bøhren, Lage og Pål A Solheimsnes. «Nesten bare kjøpsanbefalinger på Euronext Growth: - Den spiralen vi er inne i nå, vil få en stygg slutt» 2021 <https://e24.no/boers-og-finans/i/R97vkJ/nesten-bare-koepsanbefalinger-paa-uronext-growth-den-spiralen-vi-er-inne-i-naa-vil-faa-en-stygg-slutt> Hentet: 22.06.2021
- Finans Norge 2018 Finans Norge «Høring NOU 2018:10 Nye prospektregler – gjennomføringen av prospektforordningen og fastsettelse av regler for nasjonale prospekt» <https://www.finansnorge.no/contentassets/cdd018e4443c47fa942a68f02b7e0bf0/gjennomforing-av-prospektforordningen-og-fastsettelse-av-regler-for-nasjonale-prospekter.pdf> Hentet 24.04.2021
- Gorrissen Federspiel 2017 Gorrissen Federspiel «Den nye prospektforordningen – en gjennombrgende revision af reglene for prospekter» 2017 https://gorrissenfederspiel.com/files/media/documents/artikel_2017/den_nye_prospektforordning.pdf Hentet 03.03.2021

- Moloney 2015 Moloney, Niamh, Ellis Ferran og Jennifer Payne *The oxford handbook of financial regulation* . 108.
Online: Oxford University press, 2015
- Oslo Børs 2021 Oslo Børs «Emisjonsstatistikk – emisjoner oslo Børs 1997-2020 (xlxs) <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Statistikk> Hentet 13.05.2021
- Pietrancosta 2018 Pietrancosta, Alain og Alexis Marraud des Grottes «*Has the notion of “private offerings” been abolished by the prospectus regulation of 14 June 2017*” 2018
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3124225 Hentet: 15.03.2021
- Sejersted 2014 Sejersted, Fredrik mfl. *EØS-rett* 3. utg. Oslo, Universitetsforlaget 2014
- Stordrange 2019 Stordrange, Caroline Bang *Aksjeutsteders løpende informasjonsplikt og erstatningsansvar* Oslo: Gyldendal 2019
- Thommesen 2021 Thommesen «En notering på Euronext Growth» 2021
<https://www.thommessen.no/aktuelt/euronext-growth> hentet 23.03.2021
- Wiersholm 2018 Wiersholm, «Nye prospektregler – prospektplikten» 2019. <https://www.wiersholm.no/nyheter/nye-prospektregler-prospektplikten> Hentet 20.03.2021
- Norske rettskilder**
- 2007 Lov 29. juni 2007 nr. 75, Verdipapirhandelloven
- EØS-avtalen Avtale om det europeiske økonomiske samarbeidsområdet. (EØS-avtalen)
- Inst.O. nr. 108 (2008-2009) Om lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven børsloven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandelloven mv.

NOU 2018:10 Forslag til gjennomføring av kommende regler om EØS-prospekt som svarer til EUs forordning 2017/1129, samt regler for nasjonale prospekt.

Internasjonale rettskilder

Direktiv 2003/71	Europaparlaments- og rådsdirektiv 2003/71/EF om det prospekt som skal offentliggjøres når verdipapirer legges ut til offentlig tegning eller opptas til omsetning og om endring av direktiv 2001/34/EC
Direktiv 2014/64/EU	Europaparlaments- og rådsdirektiv 2014/64/EU om endring av rådsdirektiv 64/432/EØF med hensyn til databaser som inngår i overvåkningsnettene i medlemsstatene
Direktiv 2014/65/EU	Europaparlaments- og rådsdirektiv 2014/65/EU om markeder for finansielle instrumenter og om endring av direktiv 2002/92/EF og direktiv 2011/61/EU
Forordning 1286/2014	Europaparlaments- og rådsforordning (EU) nr. 1286/2014 om nøkkeldokumenter for informasjon m sammensatte investeringsprodukter (PRIIPs)
Forordning 2017/1129	Europaparlaments- og rådsforordning (EU) 2017/1129 av 14. juni 2017 om prospekt på verdipapirer (prospektforordningen)
Forordning 2019/980	Delegert kommisjonsforordning (EU) 2019/980 om utfylling av europaparlaments- og rådsforordning EU2017/1129
ESMA 31-62-1193	ESMA 31-62-1193 (2020) https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma31-62-1193_prospectus_thresholds.pdf hentet 13.04.2021
ESMA 2020	ESMA. «National threshold below which the obligation to publish a prospectus does not apply” (2020) https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/lib

[rary/esma31-62-1193_prospectus_thresholds.pdf](#)

Hentet: 15.05.2021

European Commission 2015 European commission commission staff working document, impact assessment” 2015 <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=SWD:2015:0255:FIN:EN:PDF>
Hentet 25.06.2021

Green paper 2015 European Commission. GREEN PAPER Building a Capital Market Union
GREEN PAPER Building a Capital Markets Union/
COM/ 2015/063 final/

European Counsel 2021 European counsel. “Single rulebook” (2021)
<https://www.consilium.europa.eu/en/policies/banking-union/single-rulebook/> Hentet: 20.05.2021