

Reguleres det uregulerte?

Enkelte problemstillinger i tilknytning til OTC-markedet for aksjer

(Av advokat Frede Aas Rognlien – Head of Compliance i SEB Enskilda AS – tidligere ansatt som advokat i bl a Norges Fondsmeglerforbund 1990-2004. Artikkelen ble første gang publisert i Tidsskrift for Forretningsjus nr 3 2002. Artikkelen er oppdatert i august 2009 i anledning OTC-systemets¹ 10 års jubileum.)

1. Innledning

Aksjemarkedet deles gjerne inn i to – det børsnoterte og det unoterte – der skillet er knyttet til hvorvidt de enkelte aksjer er børsnotert eller ikke. Det unoterte aksjemarkedet ble tidligere betegnet i dagligtalen også ofte som ”gråmarkedet”. I tillegg til dette benyttes ofte betegnelsen ”OTC”² i tilknytning til begreper som ”instrumenter” eller ”markeder” og da som betegnelse på unoterte instrumenter (aksjer) eller markeder (markeds plasser) som ikke er regulerte markeder, jfr børs l § 3 første ledd eller multilateral handelsfasilitet (MTF), jfr vphl § 2-3 fjerde ledd. OTC-betegnelsen benyttes også ofte for unoterte derivatkontrakter med børsnoterte aksjer som underliggende instrument. I stadig større grad benyttes nå ”OTC-markedet” om det annenhåndsmarkedet som benyttes av de verdipapirforetakene som er medlemmer av Norges Fondsmeglerforbund og som har konsesjoner i henhold til det Europeiske rammeverket.

Foruten ovenstående skilles det ofte mellom det regulerte og det uregulerte, jfr artikkelens tittel. Dette skillet refererer seg til selve markedet (markeds plassen) og ikke til det enkelte instrument i seg selv, jfr nedenfor i punkt 2.

”Gråmarkedet”, som har vært populærbetegnelsen for det unoterte markedet, har tradisjonelt hatt ord på seg for å være den del av aksjemarkedet (utstedelse og kjøp og salg) der regulering i liten grad forekommer. Gjennomlysningen, dvs. synliggjøring av kjøps- og salgskurser og omsetninger, og informasjon om selskapene har vært dårlig, noe som igjen antas å ha gitt grunnlag for forskjellige former for markeds misbruk, f eks handel på med bakgrunn i ikke offentlig informasjon (”innsidehandel”), markeds- eller kursmanipulasjon eller annen mer eller mindre lyssky virksomhet.

På bakgrunn av erfaringer fra markedet for unoterte aksjer i 1997 besluttet Norges Fondsmeglerforbund (Fondsmeglerforbundet) å få utviklet et handelsstøtte- og informasjonssystem knyttet til medlemmenes handel i unoterte aksjer slik at man lettere

¹ Norges Fondsmeglerforbunds handelsstøttesystem for handel med unoterte aksjer – eiet av Fondsmeglernes Informasjonstjeneste (FINFO). Se egen artikkel på www.nfmf.no.

² ”OTC” er en forkortelse for ”over the counter” og betegner gjerne det som handles direkte over ”disk” i motsetning til på en markeds plass.

kunne handle på mer markedsriktige kurser og også vise markedet i sin alminnelighet et riktigere og bedre fundamentert kursbilde. Denne del av ”gråmarkedet” har Fondsmeglerforbundet kalt for ”OTC-markedet”³. I dette systemet ble det fra starten 16. august 1999 registrert ca 60 unoterte aksjer, men antallet økte raskt ut over i 1999 og 2000 og var på det høyeste ca 160 selskaper, mens det nå⁴ er 110 selskaper registrert i systemet. Omsetningen har vært svært varierende. I perioden august – desember 1999 ble det handlet for et samlet handelsbeløp på drøye 4,2 mrd. I år 2000 var omsetningen på 15,8 mrd. Omsetningen sank dramatisk i perioden 2001 til 2003 (omsatt for 569 mill) for så igjen å stige dramatisk til toppene 2006 (21,4 mrd) og 2007 (21,36 mrd) for så igjen å falle dramatisk i forbindelse med finanskrisen i 2008/09 (4,1 mrd i 2008). Nærmere detaljer om omsetning og statistikk finnes i Nyhetsbrev i forbindelse med Fondsmeglernes Informasjonstjeneste AS (FINFO) og OTC-systemets 10-årsjubileum den 16. August 2009”, se www.nfmf.no.

På bakgrunn av den virksomhet og det fokus som har knyttet seg til handel med unoterte aksjer og da særlig OTC-markedet holdt jeg et foredrag på Børsrettsdagene i januar 2002 der hensikten var å vise at dette markedet, dvs. kjøp og salg, samt utstedelse av unoterte aksjer faktisk er betydelig regulert, men at det også foreligger viktige forskjeller i forhold til de instrumenter som handles på regulerte markeder og MTF’er. Denne artikkel er basert på det nevnte foredrag, men er også søkt oppdatert med hensyn til noen av reglene som kom inn i den nye verdipapirhandelloven i 2007 knyttet til forholdet mellom megler og kunder, jfr nedenfor i punkt 3.2 og 3.6. Av hensyn til artikkelens omfang, og basert på en antagelse av hva som er det mest sentrale å få omtalt, har jeg valgt å i hovedsak begrense meg til behandling av aksjemarkedet. Jeg vil ikke behandle det unoterte markedet for obligasjoner og heller ikke det såkalte OTC-derivatmarkedet, dvs. det unoterte markedet knyttet til derivatkontrakter med børsnoterte eller unoterte aksjer som underliggende instrument.

Den videre behandling vil bli oversiktspreget, og jeg vil ikke foreta noen særlig drøftelse av enkeltregler, idet hensikten med artikkelen er å gi en oversikt over reguleringen av markedet som sådan og ikke drøfte de enkelte regler. De enkelte regler som omtales vil dessuten forutsettes alminnelig kjent, og det er derfor ikke grunnlag for å foreta en nærmere analyse av disse.

I den videre behandling vil jeg skille mellom det børsnoterte (notert på regulert marked) og unoterte, og benytte betegnelsen OTC-markedet om den delen av det unoterte markedet som er organisert av Fondsmeglerforbundet, for på denne måten å få frem at dette OTC-markedet er noe mer regulert enn det (rent) unoterte og noe mindre regulert enn markedet for børsnoterte aksjer. Det vil også bli gitt en kort og overordnet oversikt over noe av reguleringen knyttet til MTF’er i punkt 3.5.

³ Selv om det er betegnet som et marked for finansielle instrumenter er det ikke noe regulert marked, jfr nedenfor under pkt 2, hovedsakelig fordi det ikke er lagt til rette for direkte slutninger/matching av ordre mot hverandre. Systemet er et informasjonssystem hvor meglere kan finne aktuelle motparter, mens handelen slutes på tradisjonell måte pr telefon.

⁴ August 2009

Jeg har for oversiktens skyld søkt å belyse det relevante regelverk i relasjon til tre hovedgrupper av aktører, verdipapirforetakene, aksjeselskapene (utstederne) og investorene.

2. Regulert – uregulert

2.1. Generelt

Markedet for unoterte aksjer (gråmarkedet eller OTC-markedet) er ofte betegnet som et uregulert marked, noe denne artikkel er ment å vise at nok – i beste fall – er en upresis karakteristikk.

Bakgrunnen for betegnelsen er å finne i motsetningen til regulerte markeder som er betegnelsen på de markedsplasser som, dels er undergitt særlig regulering, og dels selv gir regler for opptak av aksjer til notering og handel i tilknytning til disse, jfr nedenfor pkt 2.2. Det er også grunn til å fremheve at betegnelsene regulert/uregulert ofte knytter seg til selve markedet eller markedsplassen, og ikke til det enkelte instrument i seg selv.

Når man så skal vurdere i hvilken grad det ”uregulerte” faktisk er regulert, må man først se hen til de enkelte instrumenter selv, herunder utstederen av disse og deretter hvordan handelen med slike instrumenter foregår og er regulert.

Konklusjonen på den følgende gjennomgang er at utstedelse av unoterte aksjer og kjøp og salg av unoterte aksjer er regulert, men at de aksjer som handles på et regulert marked, f eks en børs eller en MTF, ikke overraskende er undergitt mer omfattende og detaljerte regler, særlig i relasjon til utstedelse (emisjoner mv) og ikke minst informasjon fra selskapene og gjennomlysning av handelen (pre- and post trade transparency). Den mest fremtredende forskjellen mellom børsnoterte og unoterte aksjer er knyttet til de børsnoterte selskapers relativt omfattende informasjonsplikter med hensyn til selskapsspesifikk (og kursrelevant) informasjon, og da ikke bare overfor egne aksjonærer, men kanskje først og fremst overfor markedet som sådan. Det er således, som et utgangspunkt ikke de unoterte aksjer som er uregulert, men de noterte aksjer som er ”merregulert”, noe som ikke må forveksles med ”overregulert”.

2.2. Nærmere om definisjonen av regulerte markeder

Med regulert marked menes foretak med tillatelse etter børs § 4 første ledd “som beslutter opptak til handel av finansielle instrumenter på markedet, og som organiserer eller driver et multilateralt system som legger til rette for regelmessig omsetning av noterte instrumenter”. Foretak som ikke har tillatelse som børs kan ikke benytte betegnelsen børs, jfr børs § 33. Regulerte markeder skal ha egne regler for opptak av finansielle instrumenter til handel, jfr børs § 24 første ledd,

noe som igjen innebærer at slikt opptak skjer etter søknad fra det enkelte selskap (utsteder). I forhold til MTF'er stilles ikke tilsvarende krav. Det normale er at disse typer markedsplasser registrerer allerede noterte instrumenter for handel i sine handelssystemer uten at det etableres noen regulatorisk eller kontraktmessig relasjon til utstederselskapet. Også børser (regulerte markeder) kan ta opp til handel omsettelige

verdipapirer, som definert i vphl § 2-2 annet ledd, og som allerede er tatt opp til handel på et annet regulert marked. Forutsetningen for dette er dog at prospektreglene i vphl kap 7 oppfylles. Disse regler behandles ikke i det videre. Utstederen som får sine instrumenter tatt opp til notering på denne måte skal ikke underlegges den aktuelle markedsplass regler om informasjonsforpliktelser. De nærmere regler og vilkår for opptak på f eks Oslo Børs eller Oslo Axess fremgår av disse markedsplassers opptaksregler.

Denne avgrensning medfører at OTC-markedet slik det er organisert av Fondsmeglerforbundet vil falle utenfor definisjonen og da også utenfor definisjonen av "Regulated market" som forutsetningsvis skal være en undergruppe av organiserte markeder.

3. Generelt om reguleringen av markedet for unoterte aksjer

3.1. Utgangspunktet

Når man skal analysere eller gjennomgå reguleringen av det unoterte markedet innebærer det en gjennomgang av de regler som berører dette markedets aktører, dvs. de selskaper hvis aksjer omsettes i dette markedet, samt de meglerforetak (mellommenn) og investorer som opptrer i dette markedet.

For aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper er utgangspunktet at aksjene kan omsettes, jfr allmennaksjeloven § 4-15 og aksjeloven § 4-15. I OTC-markedet kan så vel aksjeselskaper som allmennaksjeselskaper være registrert. I forhold til børsnotering er forholdet annerledes. Selskaper, hvis aksjer skal være notert, må være organisert som allmennaksjeselskap eller tilsvarende utenlands selskap, jfr børsforskriften § 4 første ledd.

For de aksjer som er gjenstand for omsetning finnes altså et felles selskapsrettslig utgangspunkt (aksjelovgivningen) uavhengig av hvordan omsetningen av disse aksjer er organisert (børsnotert eller unotert). Nærmere om dette nedenfor.

Det er også viktig å være klar over at prospektreglene, jfr vphl kap 7 ikke skiller mellom noterte og unoterte instrumenter. Prospektplikten, med tilhørende informasjonskrav, kommer altså til anvendelse på enhver emisjon som fyller kraven i vphl § 7-2 og som faller utenfor unntakene i vphl § 7-4.

Det er videre, innledningsvis, viktig å merke seg at annen relevant lovgivning⁵, normalt ikke skiller mellom aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper eller mellom børsnoterte og unoterte aksjer. I forhold til anvendelsen av disse lovers regler er det altså ikke avgjørende hvorvidt aksjene er børsnotert eller unotert.

Det også grunn til allerede her å fremheve at det er børsnotering som på sett og vis er avviket, fordi slik notering innebærer at foretaket underlegger seg en betydelig mer omfattende og strengere regulering, enn det som gjelder for allmennaksjeselskaper i sin

⁵ Verdipapirhandelloven (vphl), Verdipapirregisterloven (vprl), Kjøpsloven, Avtaleloven mv.

alminnelighet, mot til gjengjeld å oppnå de goder børsnotering medfører; bedret kapitaltilgang og likviditet for omsetning av de utstedte aksjene mv. I tillegg vil en notering på et regulert marked medføre virkninger også for investorene, jfr f eks vil adferdsreglene i vphl kap 3, melde- og flaggepliktsreglene i kap 4, utstedernes informasjonsplikter i kap 5 og tilbudspliktsreglene i kap 6 komme til anvendelse. I forbindelse med den nye vphl fra 2007 har man gjort enkelte av verdipapirforetakenes plikter overfor kundene avhengige av om instrumentene er komplekse eller ikke-komplekse der det bl a er avgjørende om instrumentet er notert på regulert marked mv, jfr f eks vphl § 10-11 sjette ledd, jfr verdipapirforskriften § 10-19.

3.2 Verdipapirforetakene

Når det gjelder verdipapirforetakene vil det gjennomgående være slik at deres virksomhet som mellommann i liten grad er påvirket av om de aksjer som omsettes er børsnoterte eller unoterte. Vphl skiller som utgangspunkt ikke mellom børsnoterte og unoterte aksjer, jfr for eksempel definisjonen av finansielle instrumenter i § 2-2. Dette innebærer at vphl gjelder gjennomgående for verdipapirforetakenes virksomhet i markedet for unoterte aksjer.

Det vil videre være slik, jfr nedenfor, at enkelte av adferdsreglene i vphl kap 3, f eks rådgivningsforbudet i § 3-7, ikke får direkte anvendelse på verdipapirforetakenes virksomhet i tilknytning til unoterte aksjer. Det må dog antas at vphl § 10-11 om god forretningsskikk, herunder plikten til å ivareta ”markedets integritet”, vil kunne medføre en analogisk anvendelse av handlingsnormene i kap 3, slik at brudd på disse må kunne karakteriseres som brudd på god forretningsskikk. Jeg antar at en anvendelse av § 10-11 i denne sammenheng vil kunne ramme noe videre enn det som ville følge av f eks vphl § 3-9 om forbudet mot urimelige forretningsmetoder.

Når det gjelder de av Fondsmeglerforbundet fastsatte Ethiske Normer (normer for god forretningsskikk) er det gjennomgående ikke foretatt noe skille relatert til noterte og unoterte aksjer. Fondsmeglerforbundet har dog laget en særskilt anbefaling (anbefaling nr 1 fra 1998) for tilretteleggeroppdrag for unoterte selskaper.

Det er likevel grunn til å anta at verdipapirforetakenes veiledningsplikt overfor investorer, men da antagelig begrenset til ikke-profesjonelle investorer, er noe mer omfattende ved handel med unoterte aksjer enn det man vil legge til grunn for rådgivning knyttet til handel i børsnoterte aksjer.

De nye reglene fra 2007 om såkalt ”egnethetstest” og ”hensiktsmessighetstest”, jfr vphl 10-11 fjerde til sjette ledd og verdipapirforskriften §§ 10-16 til 10-19 kan også tenkes å få betydning – ikke minst der unoterte aksjer faller innenfor definisjonen av ”komplekse” instrumenter.

Egnethetstesten er en vurdering som verdipapirforetakene er pålagt å gjøre i de tilfeller der de enten driver aktiv forvaltning, jfr vphl § 2-1 første ledd nr 4, for kunden eller forestår investeringsrådgivning slik dette er definert i vphl § 2-4. Litt forenklet kan man si at denne vurderingen skal munne ut i en konklusjon om hvorvidt den enkelte investering eller det enkelte råd kan anses egnet for den enkelte kunde basert på dennes individuelle forhold. Vurdering skal ta sitt utgangspunkt i kundens kunnskap og erfaring

fra det aktuelle marked, eller med det enkelte instrument osv. og så skal man vurdere om investeringen vil være i samsvar med det investeringsmål som kunden har gitt uttrykk for eller blitt enig med megler om. Endelig skal man vurdere om kunden er finansielt i stand til å bære risikoen ved en slik investering. Det tør være rimelig klart at meglers eller rådgivers plikter i denne sammenheng blir større dersom det er tale om investeringer i f eks aksjer som ikke er notert på noen regulert markedsplass eller andre handelsstøttesystemer som gir uavhengig informasjon om kurser og omsetninger og informasjon om selskapene. På den annen side er det kanskje et tankekors at den investering som er mest alminnelig i Norge (utenom banksparing), nemlig investering i aksjer, i helt unoterte selskaper (familieselskaper, egne investeringselskaper) anses som mer komplekst enn investeringer i børsnoterte aksjer der det er større avstand til beslutningstagere m.v.

I relasjon til andre investeringstjenester, jfr vphl § 2-1 første ledd, skal det foretas en hensiktsmessighetstest, men denne skal bare relateres til kundens kunnskap og erfaring, jfr forrige avsnitt.

I de etiske normer § 3-2 annet ledd er det bl a fastsatt at for at megler skal kunne gi relevant og god rådgivning må han fremskaffe det best mulige beslutningsgrunnlag (i samarbeid med kunden). Tatt i betraktning av at informasjon knyttet til unoterte enkeltelskaper normalt er vesentlig vanskeligere tilgjengelig⁶ enn for børsnoterte selskaper og også beheftet med en viss usikkerhet og manglende regularitet, må det kunne legges til grunn at megleren har en noe videre undersøkelsesplikt og veiledningsplikt i forhold kunders handel med unoterte aksjer. Dette må forsterkes der megler inntar en aktiv rådgivningsrolle overfor investor med hensyn til vedkommendes investeringsbeslutninger, jfr også nå de nærmere krav som antas å følge av kravene til "egnethetstest" og "hensiktsmessighetstest".

I de etiske normer § 3-2 fjerde ledd er det fastsatt generelt at en megler skal redegjøre for de generelle og spesielle risikoer som kan være knyttet til konkrete engasjementer. Meglerne er videre pålagt en særlig veiledningsplikt overfor ikke-profesjonelle investorer når det gjelder visse typer forretninger, men her er børsnotering eller OTC-registrering ikke noe selvstendig grunnlag. Det må likevel kunne legges til grunn at en megler, særlig overfor den ikke-profesjonelle investor, med utgangspunkt i fjerde ledds første setning, må antas å ha en særlig plikt til å informere om de særlige risikoer som er forbundet med markedet for unoterte aksjer i sin alminnelighet, så som f eks manglende eller ufullstendig selskapsinformasjon kombinert med tidvis svært lav likviditet og høye kursdifferanser.

For så vidt gjelder utarbeidelse og distribusjon av analyser har dette, som følge av implementeringen av markedsmisbruksdirektivet (MAD), medført en mer detaljert lov- og forskriftsregulering enn tidligere. Dette regelverket, jfr vphl § 3-10 og verdipapirforskriften §§ 3-5 til 3-15, oppstiller en rekke krav til analysens innhold. Man skal "sikre at informasjonen som presenteres er korrekt" i tillegg til at det er omfattende krav til informasjon om "eventuelle egne interesser og interessekonflikter". Disse kravene er de samme hva enten de analyserte selskapene er noterte eller unoterte.

⁶ Dette må kanskje nyanseres noe i relasjon til handel i aksjer utstedt av OTC-registrerte selskaper med informasjonsplikt, jfr pkt 3.3.5 nedenfor.

3.3. Aksjeselskapene

3.3.1. Aksjelovene - generelt

Det er ovenfor nevnt at så vel aksjeselskaper som allmennaksjeselskaper kan være gjenstand for handel i det unoterte markedet, herunder være registrert i OTC-systemet. I forhold til kjøp og salg av slike aksjer er det ikke nevneverdige forskjeller mellom de to selskapstypene, dog med unntak for eventuelle samtykkekrav mv regulert i aksjeloven, jfr aksjeloven § 4-15 annet ledd.

I forhold til markedet og investorene kan det likevel være grunn til å kort gjennomgå de viktigste forskjellene mellom de to selskapsformene. Utgangspunktet er at aksjeloven fremstår som den alminnelige loven for selskaper med begrenset ansvar. Allmennaksjeselskapsloven omfatter en nærmere avgrenset gruppe av slike selskaper med begrenset ansvar. De to aksjelovene er i den store sammenheng forholdsvis like. I forholdet til aksjemarkedet som sådan er det imidlertid enkelte betydningsfulle forskjeller. I denne sammenheng kan bla nevnes at det bare er allmennaksjeselskapene som kan rette tegningsinnbydelser mot allmennheten. Aksjene i allmennaksjeselskapene skal være registrert i VPS, jfr allmennaksjeloven § 4-4⁷, mens dette er valgfritt for aksjeselskapene⁸.

I tillegg nevnes at aksjeeiere i aksjeselskaper i visse særlige tilfeller kan kreve sine aksjer innløst av selskapet, og at selskapet i visse særlige tilfeller kan kreve at en aksjeeier skal utløses fra selskapet. For allmennaksjeselskaper er det åpnet for bruk av visse finansielle instrumenter. Det er også noe forskjellige regler knyttet til fusjon og fisjon, med enklere regler for aksjeselskapene.

Det følger av dette at allmennaksjeselskapene vil ha noe større muligheter til å opptre i finansmarkedet med hensyn til innhenting av kapital og bruk av finansielle instrumenter mv, men dette vil som utgangspunkt ikke være relatert til hvorvidt selskapets aksjer er børsnotert eller ikke.

Som nevnt i note 9 er det et krav for OTC-registrering, i likhet med det som gjelder for allmennaksjeselskaper, at selskapets aksjer er registrert i VPS. Bakgrunnen for dette er bl a hensynet til å sikre en entydig identifikasjon og bevirke at de handler som gjøres i OTC-markedet, dvs. via et eller flere verdipapirforetak, kan gjøres opp i det sentrale verdipapiroppkjøret, jfr nedenfor (om handel).

3.3.2. Informasjon til aksjonærer

Utgangspunkt i aksjelovene er at det ikke oppstilles særskilte krav til at selskapene løpende skal informere sine aksjonærer utover det som følger av behandlingen av det enkelte selskaps årsoppgjør. Selv om slik løpende informasjonsplikt ikke foreligger, noe

⁷ Det er også et krav at selskapene skal ha et tegningsrettsregister i verdipapirregisteret (i Norge p.t. i Verdipapirsentralen,) jfr § 4-11, med tilsvarende innsynsrett som for aksjeeierregisteret.

⁸ I OTC-markedet organisert av Fondsmeglerforbundet er det lagt til grunn at samtlige selskaper skal være VPS-registrerte uavhengig av selskapsform.

som skiller det unoterte markedet fra regulerte markeder, er det ikke slik at det foreligger et absolutt tomrom med hensyn til regulering av informasjonssiden.

Utgangspunktet i aksjelovgivningen er at det ikke oppstilles noe generelt krav til taushetsplikt for selskapets styre og ledelse. Aksjelovene oppstiller imidlertid krav til likebehandling av aksjonærer, jfr f eks aksjelovene § 4-1 og 6-28 første ledd. § 6-28 første ledd fastslår at styret m fl ikke må foreta seg noe som er egnet til å gi visse aksjeeiere eller andre, f eks potensielle investorer, "en urimelig fordel på andre aksjeeieres eller selskapets bekostning". Dette må, etter mitt syn, innebære at selskapet (styret eller daglig leder) ikke uten videre kan gi mer informasjon til enkeltaksjonærer eller grupper av aksjonærer enn det som gis til aksjonærfellesskapet i sin helhet. Det må også kunne anføres at likebehandlingsprinsippet i § 4-1 setter grenser for med hensyn til skjevdeling av relevant selskapsinformasjon.

Dette forhindrer dog ikke at det vil måtte foregå en informasjonsmessig særbehandling av enkelte, jfr det enkle faktum at enkelte aksjonærer som sitter i styret normalt vil få merinformasjon. Det antas vel også å være muligheter for en viss særbehandling av enkeltaksjonærer, f eks med hensyn til å avklare disses stillingtagen til eventuelle emisjoner eller oppkjøpstilbud og lignende. For børsnoterte selskaper vil vphl § 3-4 om taushetsplikt og tilbørlig informasjonshåndtering et stykke på vei regulere og forhindre uønsket spredning av innsideinformasjon.

En annen side av informasjonsplikten er de krav som aksjelovene oppstiller med hensyn til hva som skal behandles på generalforsamling. Møte- og talerett på generalforsamling kan også gi grunnlag for informasjonsinnhenting ut over det selskapet er formelt forpliktet til å gi som minimum. Informasjon innhentet på denne måte vil imidlertid ikke nødvendigvis tilfalle hele markedet, f eks potensielle investorer. Det bemerkes dog at selskapets protokoll skal "holdes tilgjengelig for aksjeeierne hos selskapet", jfr aksjelovene § 5-16 tredje ledd.

Det er også gitt enkelte regler om tilleggsinformasjon til aksjeeierne i forbindelse med f eks kapitalutvidelser og fusjoner, jfr f eks aksjelovens § 10-3 annet ledd om redegjørelse for forhold som er inntruffet etter siste balansedag "og som er av vesentlig betydning for selskapet" og aksjelovens regler om fusjonsplaner.

3.3.3. Informasjon til markedet

Det foreligger ingen særskilte krav til at aksjeselskaper skal gi informasjon til markedet i sin alminnelighet ut over det som kreves registrert i Foretaksregisteret og Regnskapsregisteret, jfr nedenfor i pkt 3.3.4. Felles for denne informasjonen er at den, bl a som følge av manglende realtidsoppdatering, nok har noe begrenset betydning sett fra markedets side med hensyn til en løpende verdivurdering av selskapet.

Det er heller ingen plikt til å informere markedet om aksjeoverdragelser, verken i relasjon til "innsidere" eller mellom aksjonærer i sin alminnelighet⁹. Dog skal

⁹ Det følger av allmennaksjeloven § 4-12 at styremedlemmer, revisor, daglig leder og andre ledende ansatte har en umiddelbar meldeplikt overfor styret om egne (og personlig nærstående) transaksjoner i selskapets verdipapirer. Det skal føres særskilt protokoll over slike meldinger, men denne protokollen er ikke offentlig.

selskapenes aksjeeierregistre være offentlige, jfr aksjeloven § 4-6 og allmennaksjeloven § 4-5. Aksjeeierregisteret vil imidlertid ikke nødvendigvis være løpende oppdatert, jfr minstekravene i forskrift 4. november 1976 nr 1 om aksjebokens offentlighet. Dessuten vil man normalt ikke ha tilgang til relevant kursinformasjon i tilknytning til slike transaksjoner.

Et særlig forhold som er viktig å merke seg er at de selskaper som gjennomfører emisjoner kan være prospektpliktige. Det sentrale her er ikke hvorvidt selskapene er børsnotert eller ikke, men hvorvidt det foreligger prospektplikt etter vphl kapittel 7. Denne loven skiller ikke mellom aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper eller mellom børsnoterte og unoterte aksjer.

Alle tilbud om tegning (emisjoner) og kjøp (f eks større spredningssalg eller store blokkhandler) av omsettelige verdipapirer, jfr vphl § 2-2 annet ledd, som rettes til flere enn 100 personer i det norske verdipapirmarkedet og som gjelder et beløp større enn 100.000 euro (beregnet over en rullerende 12 måneders periode), vil være prospektpliktige. Denne plikten gjelder også ved tilbud som gjelder kjøpsretter, f eks "warrants" som gir rett til å erverve en aksje (eller et annet omsettelig verdipapir).

Det foreligger enkelte unntak fra plikten til å utarbeide prospekt, jfr vphl § 7-4, bl a ved tilbud som fremsettes overfor profesjonelle investorer, jfr § 7-4 nr 8, men det kanskje viktigste unntaket er der minstetegning (og tildeling) er på minst 50.000 euro, jfr § 7-4 nr 10. I tillegg til disse kravene vil det være prospektplikt ved opptak til notering på regulert marked, uavhengig av emisjon/spredningssalg, jfr vphl § 7-3, med diverse unntak, jfr vphl § 7-5. Det nærmere innhold av prospektreglene vil ikke bli gjenstand for videre drøftelse her.

For markedsaktørene kan det imidlertid være av interesse å være oppmerksom på at prospektreglene, gjennom en særskilt forordning oppstiller detaljerte krav til hvilke opplysninger som skal fremgå av prospektet, jfr verdipapirforskriften § 7-13, jfr forordning (EF) nr 809/2004. Utgangspunktet er at prospektet skal inneholde de opplysninger som er nødvendig for at investorene skal kunne foreta en velfundert vurdering av utsteders økonomiske stilling og utsikter og av rettigheter knyttet til de nevnte verdipapirer, jfr vphl § 7-13.

Det er utstederselskapets styre som er ansvarlig for at prospektet fyller de krav som er fastsatt og styret skal avgi en erklæring om at opplysningene i prospektet så langt de kjenner til både er i samsvar med de faktiske forhold og at det ikke inneholder villedende eller ufullstendige opplysninger om forhold som må tillegges vekt ved bedømmelsen av spørsmålet om å akseptere tilbudet.

Alle prospekter (i forbindelse med notering eller tilbuds som gjelder beløp på minst 2 500 000 euro – EØS-prospekter) skal godkjennes av den nasjonale prospektmyndighet, jfr vphl § 7-7 annet ledd. For prospekter i forbindelse med mindre emisjoner foreligger kun en registreringsplikt i Foretaksregisteret, jfr vphl § 7-10. Offentliggjøring av slike prospekter kan ikke skje før det er registrert.

Aksept av tilbud på bakgrunn av prospekt er ikke bindende dersom prospekt, annonser mv inneholder villedende eller ufullstendige opplysninger om forhold som må tillegges vekt ved bedømmelsen av spørsmålet om å akseptere tilbudet. Innsigelse om at en tegning av aksjer ikke er bindende, kan ikke fremsettes etter utløpet av den frist som er

satt i aksjeloven § 2-10 første ledd, jf. annet ledd eller allmennaksjeloven § 2-10 første ledd, jf. annet ledd.

3.3.4. Annen lovgivning

For så vidt gjelder informasjon til markedet og det enkelte selskaps aksjonærer foreligger det i regnskapsloven enkelte bestemmelser av særlig viktighet. For det første fremgår det at utstederselskapene (begge aksjeselskapsformer) for hvert regnskapsår skal utarbeide årsregnskap og årsberetning i samsvar med loven, jfr. Regnskapsloven § 3-1. Det oppstilles relativt detaljerte krav til årsregnskap, jfr regnskapsloven § 3-2, og årsberetning, jfr regnskapsloven § 3-3 (små foretak) og § 3-3a Videre er det fastsatt at regnskapene skal være offentlige, jfr regnskapsloven § 8-1, og alle regnskaper skal sendes inn og registreres i Regnskapsregisteret. Det er dog en siste frist for innsending til registeret, dvs. 1. august i året etter regnskapsåret, jfr regnskapsloven § 8-3 første ledd. Dette kan medføre at det kan gå lang tid mellom utarbeidelse og fastsettelse av regnskap på den ene side og registreringen i det offentlige register på den annen side, noe som igjen kan få betydning for en løpende vurdering av uoterte aksjer.

Også straffeloven fra 1902 har enkelte bestemmelser av betydning for selskapenes og andres informasjon til markedet, jfr bestemmelser om uriktig informasjon til markedet §§ 273 og 274. Dette er videreført i § 382 i den nye straffeloven fra 2005. Jeg finner ikke grunn til å drøfte disse regler ytterligere.

3.3.5. Avtalebasert informasjonsplikt - OTC-selskapenes avtale med FINFO

3.3.5.1. Innledning

Felles for alle de selskaper som ikke er børsnotert er for det første at de ovennevnte informasjonsplikter kun er knyttet opp mot enkelte begivenheter i året, f eks generalforsamling og registrering av regnskap. Dette åpner for at det gjennom store deler av året kan foreligge kursrelevant informasjon som ikke er tilgjengelig for aksjeeierne og markedet i sin alminnelighet. Lange perioder med ingen eller begrenset informasjon åpner muligheter for handel med bakgrunn i ikke offentliggjort kursrelevant informasjon ("innsidehandling") og markedsmanipulasjon, herunder en ikke ubetydelig rykteflora. For å redusere mulighetene for slikt markedsmissbruk har FINFO etablert et informasjonssystem for de registrerte selskapene for distribusjon av selskapsinformasjon til markedet.

En forutsetning for å benytte dette systemet er at det enkelte selskap inngår en avtale med FINFO hvorefter de forplikter seg til å informere om nærmere angitte forhold. Det er nå et vilkår for registrering i OTC-systemet at selskapene inngår særskilt distribusjonsavtale og derved får anledning til å benytte dette meldingssystemet. Selskapene distribuerer selv kursrelevant og annen selskapsinformasjon til brukerne av OTC-systemet. De selskaper som har inngått slik avtale og derved påtatt seg en særskilt informasjonsplikt fremgår av en egen liste ("A-listen"). Informasjon publisert av

selskapene på A-listen, blir også sendt til forskjellige informasjonsdistributører. De øvrige registrerte selskaper er ikke underlagt en tilsvarende informasjonsplikt og står oppført på den såkalte "B-listen". Den aktuelle avtalen – og det øvrige avtale- og regelverk i tilknytning til OTC-systemet er lagt ut på Forbundets hjemmeside – www.nfmf.no.

Selskapsinformasjonen er tilgjengelig i realtid, dvs. i det øyeblikk den er publisert, i OTC-systemet. I tillegg legges alle meldinger ut fortløpende på Forbundets hjemmeside.

3.3.5.2. Nærmere om selskapenes avtalebaserte informasjonsplikt

Avtalen oppstiller i § 3 enkelte minimumskrav til selskapene. Disse krav har sin modell i de regler som gjelder for selskaper notert på regulerte markeder, men er ikke så omfattende og man har dessuten avgrenset plikten til å gjelde informasjon som må anses å være av vesentlig betydning for en riktig prisvurdering av aksjene i selskapet. Hva som ligger i dette er ikke nærmere definert, men det må antagelig kunne legges til grunn at det i det minste omfatter informasjon som en normal investor ikke kan la være å ta i betraktning i forbindelse med investeringsbeslutninger. Med andre ord ligger dette tett opp til kravet i vphl § 5-2 om at selskaper skal uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre "innsideinformasjon", selv om definisjonen av innsideinformasjon nok er noe strammere enn i avtalen, jfr begrepet "vesentlig betydning". Vedkommende selskap må i denne sammenheng ta i betraktning muligheten for at informasjonen kan ha en kursdrivende effekt, bl a sett i relasjon til foretakets totale virksomhet.

Videre er det i § 3 annet ledd fastsatt at selskapene skal sende ut årsrapporter (regnskap mv). Sett i sammenheng med fristen for offentliggjøring i § 5 vil dette medføre at slike selskaper må gi informasjon til markedet på et vesentlig tidligere tidspunkt enn det som vil følge av ovennevnte offentligrettslige lovgivning, jfr regnskapsloven § 8-3 første ledd. I tillegg fastslår avtalen at selskapene skal offentliggjøre delårsrapporter. Det er dog ikke oppstilt noen plikt til å utarbeide slike, men dersom det gjøres så skal de distribueres gjennom systemet. I tillegg til dette har selskapene påtatt seg en plikt til å offentliggjøre visse beslutninger fattet i styret, generalforsamling eller annet organ, om f eks fusjoner, fisjoner, kapitalendringer mv, jfr § 3 tredje ledd. Under utarbeidelsen av avtalen var det en vurdering av når offentliggjøringsplikten i slike tilfeller skulle inntre, og man har som utgangspunkt lagt til grunn at den inntreer først når det foreligger en form for endelig beslutning i styret.

I tillegg til dette fastslår avtalen i § 3 fjerde ledd at selskapene skal likebehandle sine aksjonærer informasjonsmessig og at all informasjon som gis til eksisterende aksjonærer, f eks i form av aksjonærbrev, også skal distribueres i systemet.

De krav som er oppstilt i § 3 er å anse som minimumskrav.

I henhold til avtalens § 4 kan selskapene ikke benytte meldingssystemet til å formidle informasjon som ikke stammer direkte fra selskapet selv og selskapet skal derfor forsikre seg om at opplysningene som formidles via meldingssystemet ikke er rykter eller lignende om eget eller andre selskaper. Det er heller ikke adgang til å gjengi eller henvise til informasjon fra tredjeparter, herunder eksterne omtaler av selskapet.

Plikten til å formidle informasjon vedrørende forhold som nevnt i § 3 første til tredje ledd inntreffer straks selskapet har kunnskap om det angjeldende forhold, jfr avtalens § 5 første ledd. Etter § 5 annet ledd skal slik informasjon som er omfattet av § 3 ikke gis til andre, herunder offentliggjøres, før den er lagt inn i og formidlet gjennom meldingssystemet.

Det er allerede nevnt at det er utviklet et særskilt meldingssystem. Dette fungerer slik at hvert enkelt selskap får tildelt et eget brukernavn og passord. En tilslutning til systemet markeres ved at selskapets "ticker" i handelstøttesystemet utheves og det foretas også et skille i den informasjon som distribueres til media slik at disse kan skille mellom selskaper med og uten informasjonsplikt. Den enkelte bruker kan da skrive inn pressemeldinger eller legge ved særskilte dokumenter og eventuelt angi særskilte web-adresser.

Dersom et foretak ikke etterlever sine forpliktelser vil FINFO kunne anvende enkelte avtalebaserte sanksjoner – så som f.eks. advarsel, suspensjon av brukertilgang og gebyr. Dersom man anvender sanksjonen suspensjon eller gebyr vil dette bli offentliggjort, mens advarsler er forutsatt å være en intern sak.

Et nærliggende spørsmål er om selskapenes tilslutning til dette systemet skaper noen rettigheter for investorene. Det er dog temmelig klart at så ikke er tilfelle – tilslutning til systemet er kun en relasjon mellom selskapene og FINFO. På den annen side vil feilinformasjon og informasjonsasymmetri lettere kunne avdekkes, og således ha en indirekte virkning på investorenes rettigheter vis a vis selskapene.

Et annet moment er at også tilsynsmyndigheter vil ha lettere tilgang til en del informasjon som kan bidra til lettere å avdekke eventuelt markedsmisbruk.

3.4. Investorer

Når det gjelder forholdet til regulering av investorenes adferd er det verd å merke seg at det er relativt store forskjeller mellom handel i børsnoterte og unoterte aksjer. Den vesentligste forskjellen er at de sentrale regler om markedsmisbruk, dvs. innsidereglene og forbudet mot kursmanipulasjon ikke er gjort direkte gjeldende for handel i unoterte aksjer. Dette har nok forledet noen til å tro at man da er i et uregulert område der det er fritt frem for innsidere og andre. Så er åpenbart ikke tilfelle, noe jeg vil søke å vise i det følgende.

Det er viktig å få frem at adferdsreglene i vphl § 3-3 (misbruk av innsideinformasjon), § 3-4 (taushetsplikt mv), § 3-7 (rådgivningsforbud) og § 3-8 (markedsmanipulasjon) ikke gjelder direkte fordi disse er gjort anvendelig kun i relasjon til aksjer som er eller søkes notert på et regulert marked.

Det foreligger ingen meldeplikt for visse innsidere slik vi kjenner det i vphl § 4-1¹⁰. Det er således vanskelig å skaffe oversikt over hvordan innsidere handler i de enkelte aksjer¹¹. Flaggeplikt, jfr vphl § 4-2, knyttet til erverv eller avhendelse av unoterte aksjer

¹⁰ Se note 8 vedrørende allmennaksjeloven § 4-12.

¹¹ I forbindelse med etableringen av det avtalebaserte meldingssystem ble det fra enkelte selskaper foreslått at en meldeplikt kunne være et alternativ til hva enkelte oppfattet som noe strenge

foreligger heller ikke. På denne bakgrunn har man generelt et svakere grunnlag for løpende oppfølging av endringer i aksjonærstrukturen i unoterte selskaper enn det som gjelder for børsnoterte aksjer.

Det er heller ingen tilbudsplikt knyttet til unoterte aksjer.

Vphl § 3-9 inneholder en generell adferdsregel som er ment å virke uavhengig av om aksjene er børsnotert eller unotert. Tatt i betraktning de øvrige adferdsregler knyttet til børsnoterte aksjer er det imidlertid grunn til å anta at § 3-9 om urimelige forretningsmetoder først og fremst vil ha betydning i relasjon til unoterte aksjer. Det er temmelig åpenbart at innsidehandel og kursmanipulasjon, slik dette er beskrevet i §§ 3-2 og 3-3 og § 3-8 må anses å falle innenfor virkeområdet til § 3-9. Når det gjelder reglene om taushetsplikt, rådgivningsforbud og undersøkelsesplikt (§§ 3-4, 3-7 og 3-6) er bildet noe mer uklart, bl a fordi handlingsnormene synes noe dårlig tilpasset handlingsnormene i § 3-9.

I tillegg til ovennevnte kommer straffeloven §§ 273 og 274, knyttet til investorbedrageri, jfr også straffeloven av 2005 § 382.

3.5. Nærmere om annenhåndsmarkedet

Når det gjelder omsetning i annenhåndsmarkedet er det det samme regelverk som gjelder for investorers handel, hva enten dette skjer gjennom megler eller direkte mellom partene. Kjøpslov og avtalelov kommer til anvendelse uansett om det dreier seg om børsnoterte eller unoterte aksjer. Heller ikke de alminnelige forretningsvilkårene som gjelder for handel gjennom verdipapirforetak skiller mellom aksjer avhengig av om de er notert på et regulert marked eller ikke.

Det foreligger imidlertid enkelte særregler knyttet til meglers handel i børsnoterte instrumenter gjennom de handelsregler som gjelder på den enkelte markedsplass, f eks med hensyn til rapportering og gjennomlysning. Disse regler medfører at investorer vil ha et større innblikk i handelen på børs, herunder hvem som handler, enn det som gjelder for det unoterte markedet.

For så vidt gjelder MTF'er følger det av vphl § 11-3 og forordning (EF nr 1287/2006, at disse markedsplasser skal sørge for gjennomlysning av markedet gjennom offentliggjøring av ordre og ordredybde Det følger også av § 11-4 at den som driver en MTF skal sørge for at også gjennomførte handler offentliggjøre (pris, volum og tidspunkt). I tillegg er slike markedsplasser pålagt å forestå markedsovervåkning, jfr vphl § 11-2. Når det gjelder offentliggjøring av innsideinformasjon er verken MTF'ene selv eller de som driver disse pålagt noen forpliktelser med hensyn til å sørge for at de noterte selskapene offentliggjør innsideinformasjon, jfr bl a vphl § 11-1 fjerde ledd. For disse verdipapirenes vedkommende må man altså forholde seg til den informasjon som selskapene selv velger å distribuere. Jeg antar dog at de fleste verdipapirer som noteres i slike systemer også vil være primærnotert på et regulert marked slik at disse selskapene vil være underlagt det noe strengere regimet for informasjonshåndtering som følger av

informasjonsplikter. Det sier seg imidlertid selv at dette ikke var noen løsning da det ikke er mulig å lage noen avtalerelasjon til alle tenkelige og utenkelige investorer og innsidere.

vilkårene for å være notert på et regulert marked. I tillegg følger det en generell plikt for den som driver en MTF til å påse at det finnes tilstrekkelig offentlig informasjon til at brukerne kan foreta velfunderte investeringsbeslutninger, jfr vphl § 11-1 første ledd nr 4. Dette vil nok medføre at selskaper som ikke kan dokumentere en regelmessig og ikke-diskriminerende informasjonsdistribusjon vanskelig kan handles gjennom en MTF.

På dette området foreligger det imidlertid et betydelig skille innenfor det unoterte markedet. Handel gjennom megler i aksjer som er registrert i FINFOs OTC-system vil være gjenstand for en betydelig gjennomlysning idet de deltagende meglere skal registrere sine kjøper- og selgerinteresser i systemet. Disse interesser skal være basert på ordre fra kunder. Så snart en handel er sluttet mellom to deltagende meglere skal kjøpende megler registrere omsetningen i systemet. Denne informasjonen er tilgjengelig for deltagende meglere i realtid. I tillegg publiseres informasjonen (beste kjøper og selger samt akkumulert omsetning) gjennom diverse nyhetsmedier med 2 minutters oppdatering i perioden 09.00 til 16.30 hver handelsdag.

3.6. Rådgivning og veiledning – andre normer?

Det følger av så vel vphl § 10-11 og Fondsmeglerforbundets etiske normer at verdipapirforetakene skal ivareta sin kunders interesser på best mulig måte, herunder gi adekvat rådgivning.

Det er grunn til å anta at selve det forhold at unoterte aksjer må anses som høyrisiko, så vel spesifikt som generelt, med svært usikker selskapsinformasjon, medfører en skjerpet undersøkelses- og veiledningsplikt for den profesjonelle mellommann, jfr det som er sagt foran om egnethets- og hensiktsmessighetsvurderinger i avsnitt 3.2. Dette er utvilsomt i forhold til den ikke-profesjonelle investor, men det kan være noe mer usikkert hvor langt dette strekker seg i relasjon til den profesjonelle investor.

Selv om megler har en større undersøkelsesplikt og veiledningsplikt er det grunn til å minne om at også investorer (kjøpere) har en undersøkelsesplikt som må antas å øke når man beveger seg inn i et (forutsetningsvis) kjent høyrisikomarked.

4. Konklusjoner

På bakgrunn av ovenstående må det kunne konkluderes med at det for verdipapirforetakene ikke foreligger vesentlige forskjeller i det regelverk som styrer disse foretakenes virksomhet med hensyn til handel og rådgivning knyttet til børsnoterte og unoterte instrumenter. Det er ingen eller svært få forskjeller i reguleringen av relasjonen til kunder, dog med en utvidet undersøkelsesplikt og en klart utvidet veiledningsplikt (testing av egnethet og hensiktsmessighet) overfor ikke-profesjonelle investorer.

For investorene foreligger det noe mildere adferdsregler, ikke minst rent strafferettslig, samtidig som informasjonsgrunnlaget knyttet til de aktuelle selskaper investoren investerer eller ønsker å investere i, særlig vedrørende løpende selskapsinformasjon, klart er svakere for unoterte aksjer enn det som gjelder børsnoterte instrumenter. Det er

imidlertid klart at investorenes undersøkelsesplikter må være noe utvidet når man beveger seg inn i et marked der relevant informasjon normalt vil være noe vanskeligere tilgjengelig.

For selskapene gjelder som hovedregel vesentlig svakere krav til selskapenes løpende informasjon overfor aksjonærer og markedet i sin alminnelighet. For de selskaper som er registrert i OTC-systemet og som har inngått avtale om bruk av meldingssystemet ("A-listen), dvs. de informasjonspliktige unoterte selskaper, vil forholdet være noe annerledes.

Gjennom etableringen av OTC-systemet for handel i unoterte aksjer og meldingssystemet for selskapsinformasjon er det etablert et avtalebasert mellomtrinn mellom børsnotering og det "rent" unoterte markedet, der deltagende aktører (meglere og selskaper) vil være undergitt noe mer omfattende plikter enn det som gjelder for unoterte aksjer i sin alminnelighet, men noe mildere enn det som gjelder for børsnoterte aksjer. For investorene er informasjonsgrunlaget for disses handel blitt bedret, men investorene er ikke underlagt noen utvidede plikter. Det må likevel kunne antas at den samlede informasjon som er tilgjengelig gjennom OTC-systemet vil gjøre det lettere å avdekke markedsmisbruk også fra investorers side.

Den store forskjellen mellom aksjer notert på regulert marked og andre aksjer – OTC-registrerte og unoterte aksjer – er selskapenes lovbestemte løpende informasjonsplikter overfor markedet.