

UTREDNING OM ENDRINGER I TILSYNET MED NORSKE MARKEDSPLASSE SOM FØLGE AV EU-REGELVERK

Kredittilsynet 28.11.08

0 Sammenheng	4
1. Innledning	7
1.2 Arbeidsgruppens mandat	10
2. Gjeldende arbeidsdeling mellom Kredittilsynet og Oslo Børs	10
2.1 Kontroll med utstedere	11
2.1.1 Prospektkontroll	11
2.1.2 Opptak til notering	12
2.1.3 Periodisk rapportering – regnskapskontroll	12
2.1.4 Ikke-periodisk rapportering (løpende informasjonsplikt)	13
2.1.5 Andre oppgaver knyttet til tilsyn	15
2.2 Kontroll med investorer	16
2.2.1 Reglene om innsidehandel, tilbørlig informasjonshåndtering, markedsmanipulasjon og urimelige forretningsmetoder	16
2.2.2 Melde- og flaggeplikt	18
2.2.3 Tilbudsplikt	19
2.3 Kontroll med mellommenn	19
2.3.1. Verdipapirforetaks plikt til å rapportere om mistanke om markedsmissbruk	20
2.3.2 Verdipapirforetaks rolle knyttet til tilbakekjøpsprogrammer og kursstabilisering	20
2.3.3 TRS rapportering til Kredittilsynet	21
2.4 Operativt tilsyn med infrastrukturen i verdipapirmarkedet	22
2.5 Regulerte markeders plikter	23
3. Viktige hensyn når fremtidig arbeidsdeling skal fastlegges	23
3.1 Betydningen av tilsyns- og kontrolloppgaver	23
3.2 Interessekonflikter ved utførelse av kontrolloppgaver	26
3.3 Kommunikasjon med andre myndigheter	27
3.3.1 CESR (Committee of European Securities Regulators)	27
3.4 Effektivitet i kontroll- og tilsynsarbeidet	28
3.4.1 Faglig kompetanse og arbeidsformer	28
3.4.2 Kapasitet og virkemidler	28
3.4.3 Mulighet for unødig duplisering av oppgaver	29
3.5 Synergieffekter	30
3.6 Hensynet til kontrollmiljøet ved Oslo Børs	30
3.7 Fremveksten av nye markedsplasser	31
3.8 Ansvarsforhold ved feil	31
4. Hvordan har andre europeiske land innrettet arbeidsfordelingen	31
4.1 Danmark	31
4.1.1 Organisering av markedsovervåkingen i Finanstilsynet	31
4.1.2 Prospektkontroll	32
4.1.3 Markedsovervåking	33
4.1.4 Særskilt om IFRS kontroll for børsnoterte utstedere som ikke er under tilsyn	34
4.1.5 Særskilt om Fondsrådet	34
4.2 Sverige	34
4.2.1 Organisering av markedsovervåkingen i Finansinspektionen	34
4.2.2 Prospektkontroll	34
4.2.3. Markedsmissbruk	36
4.2.3 Regnskapskontroll	37
4.3 Finland	37
4.3.1 Organiseringen av markedsovervåkingen i Finsk FSA	37
4.3.2 Prospektkontroll	37
4.3.3 Markedsovervåking	38
4.3.3 Nærmere om seksjon for Financial Reportings arbeidsoppgaver	39
4.3.4 Nærmere om seksjon for Conduct of business arbeidsoppgaver	39

4.2 England.....	39
4.2.1 Organiseringen av markedsovervåkingen i FSA.....	39
4.2.2 Listing Authority	40
4.2.3 Market Monitoring	41
4.2.4 Markets Infrastructures and policy	42
4.2.5 Take Over Panel	42
5. Gruppas vurderinger.....	42
5.1 Innledning.....	42
5.2 Kontroll med utstedere	43
5.1.1 Prospektkontroll	43
5.1.2 Kontroll med opptak til notering	43
5.1.3 Kontroll med periodisk rapportering	45
5.1.4 Kontroll med ikke-periodisk rapportering (løpende informasjonsplikt)	45
5.1.5 Andre oppgaver knyttet til tilsyn med utsteder	47
5.2 Kontroll med investorer.....	47
5.2.1 Tilsyn med overholdelsen av reglene om innsidehandel, tilbørlig informasjonsbehandling markedsmanipulasjon og urimelige forretningsmetoder	47
5.2.2 Tilsyn med overholdelsen av reglene om melde- og flaggeplikt	47
5.2.3 Tilsyn med overholdelsen av bestemmelsene om tilbudsplikt.....	47
5.3 Kontroll med mellommenn.....	48
5.4 Kontroll med markedsplasser	49
6. Behov for endringer i regelverket.....	50
6.1 innledning.....	50
6.2 Prospektkontrollen.....	50
6.2.1 Overføring av prospektkontrollen	50
6.2.2 Nødvendige endringer i verdipapirforskriften kapittel II	51
6.2.3 Andre endringer i verdipapirforskriften	54
6.3 Løpende informasjonsplikt.....	55
7. Økonomiske og administrative konsekvenser	55
7.1 Rammebetingelser knyttet til prospektkontrollen	55
7.1.1 Personellmessige behov.....	56
7.1.2 Organisatoriske utfordringer	57
7.1.3 Behov for raske beslutningsprosesser	58
7.1.4 Utfordringer knyttet til arbeidsflyt	59
7.1.5 Finansiering av prospektkontrollen	59
7.2 Løpende informasjonsplikt.....	61
7.2.1 Personellmessige ressurser - organisering.....	61
7.2.2 Utligning.....	62
7.3 Administrative støttefunksjoner	63
7.4 Ansvarsforhold ved feil	63

0 Sammendrag

I Kredittilsynets styremøte den 27. november 2007 ble det besluttet at det skulle nedsettes en intern arbeidsgruppe til å utrede hvilke tilsyns- og kontrolloppgaver som i dag er tillagt markedsplassen som Kredittilsynet etter nytt EU-regelverk må eller bør overta, knyttet til atferds- og rapporteringsregelverket i verdipapirmarkedet. Arbeidsgruppen har bestått av avdelingsdirektør Eirik Bunæs (leder) sjefsjurist Cecilie Ask, seksjonssjef Geir Holen, seksjonssjef Siw-Mette Thomassen, spesialrådgiver Aud Kogstad og avdelingskoordinator Kristin Lund (gruppens sekretær).

Utredningen omhandler i store trekk tilsynsoppgaver knyttet til utsteders forpliktelser, tilsynet med adferden i verdipapirmarkedet og tilsynet med markedsplasser.

I rapportens kapittel 1 er det gitt en redegjørelse for de omfattende endringene som i løpet av de seneste årene har skjedd i EUs politikk for verdipapirmarkedene. Formålet med endringene og konsekvensene for tilsynet med det norske verdipapirmarkedet drøftes. Relevante direktiver kommenteres.

Rapportens kapittel 2 gir en beskrivelse av den arbeidsfordelingen som foreligger mellom Oslo Børs og Kredittilsynet i dag. Arbeidsgruppen beskriver først kontrollen med utstederne. Dernest beskrives kontrollen med investorene i verdipapirmarkedet. Endelig beskriver arbeidsgruppen kontrollen med mellommennene i verdipapirmarkedet. I kapittelet beskrives også Kredittilsynets operative tilsyn med infrastrukturen i verdipapirmarkedet. Avslutningsvis beskrives regulerte markeders plikt til å føre kontroll med utsteders, mellommens og investorers opptreden på egen markedsplass etter børsloven og børsforskriften.

I kapittel 3 drøfter arbeidsgruppen viktige hensyn når fremtidig arbeidsdeling skal fastslås. Arbeidsgruppen drøfter tilsyns- og kontrolloppgavenes betydning for tilliten til det norske verdipapirmarkedet. Arbeidsgruppen drøfter videre interessekonflikter som kan oppstå ved utførelsen av kontrolloppgaver. Herunder reiser arbeidsgruppen, i lys av utviklingen i Europa for øvrig, spørsmål om håndhevelse av bestemmelser som er sentrale for tilliten til markedet, bør utøves av en privat institusjon som har et kundeforhold til selskapene som er opptatt til notering.

Arbeidsgruppen drøfter kommunikasjonen med andre lands tilsynsmyndigheter. Det pekes her på at direktivene på verdipapiriområdet forutsetter at de ulike lands tilsynsmyndigheter skal kunne forholde seg til én overordnet myndighet i hvert land.

Videre drøftes hensynet til effektivitet i kontroll- og tilsynsarbeidet. Arbeidsgruppen peker på at faglig kompetanse og arbeideformer, kapasitet og virkemidler samt faren for unødig duplisering av oppgaver er hensyn som må tillegges vekt når fordelingen av oppgaver skal fastlegges.

Arbeidsgruppen drøfter mulige synergieffekter mellom oppgaver som Kredittilsynet må overta og oppgaver som Kredittilsynet har i dag. Det pekes blant annet på at det kan være synergieffekter mellom den regnskapskontrollen Kredittilsynet utfører i dag og prospektkontrollen.

Videre drøfter arbeidsgruppen hensynet til kontrollmiljøet ved Oslo Børs. Arbeidsgruppen peker blant annet på at markedsovervåkingen på Oslo Børs utfører et antall kontrolloppgaver som kan bidra til at markedsovervåkingen oppettholder en sterk stilling og solid kompetanse. Betydningen av fremveksten av nye markedsplasser, og betydningen denne utviklingen kan ha for arbeidsfordelingen knyttet til kontrollarbeid, drøftes.

Endelig drøfter arbeidsgruppen ansvarsforhold ved feil. Arbeidsgruppen peker på at det ved tilsynsvirksomhet som ved annen virksomhet, vil kunne gjøres gale vurderinger som kan medføre

erstatningskrav fra berørte parter. Kredittilsynet har så langt ikke vært saksøkt med krav om erstatning som følge av utøvelsen av tilsynsvirksomheten.

I kapittel 4 redegjør arbeidsgruppen for den arbeidsfordeling som foreligger mellom markedsplassene og tilsynet i enkelte andre Europeiske land. Arbeidsgruppen har konsentrert seg om de øvrige nordiske land, men har i tillegg valgt å beskrive situasjonen i England.

I kapittel 5 gir arbeidsgruppen en vurdering av hvorvidt den eksisterende arbeidsdeling mellom Oslo Børs og Kredittilsynet, bør justeres. Plasseringen av de ulike oppgavene vurderes så langt dette er relevant, opp mot kriteriene som er beskrevet i kapittel 3. Oppgaver som er bestemt omplassert, i første rekke prospektkontrollen, oppgaver som nylig er plassert som periodisk rapportering fra noterte foretak, og oppgaver som etter gruppas vurdering ikke kan omplasseres uten å bryte med europeiske direktivkrav, drøftes kun relativt summarisk. I kapittelet foreslår arbeidsgruppen to endringer som krever regelverksendringer. For det første foreslås overføring av prospektkontrollen fra Oslo Børs til Kredittilsynet. For det annet foreslås endringer knyttet til kontroll- og oppfølging av reglene om løpende informasjonsplikt. Arbeidsgruppen har delt arbeidet knyttet til den løpende informasjonsplikten i en ”korrigerende fase” og en ”sanksjonerende fase”. Arbeidsgruppen foreslår at Oslo Børs fortsatt skal utføre arbeidet knyttet til den korrigerende fasen, men at Kredittilsynet skal overta arbeidet knyttet til sanksjonering.

De nødvendige regelverksendringer drøftes i kapittel 6. Dette begrenser seg til endringer som er nødvendige for at Kredittilsynet skal kunne overta prospektkontrollen, samt forslag om at delegasjonsbestemmelsen knyttet til løpende informasjonsplikt i verdipapirforskriften oppheves.

I kapittel 7 drøfter arbeidsgruppen administrative og økonomiske konsekvenser av endringsforslagene. Først drøftes rammebetingelsene knyttet til prospektkontroll. Arbeidsgruppen legger til grunn at overføring av prospektkontrollen til Kredittilsynet bør gjennomføres i 2010. Arbeidsgruppen peker på at utøvelse av prospektkontroll krever høy beredskap. Oppgaven krever dels ny kompetanse og dels arbeidsformer som kan avvike fra dem Kredittilsynet benytter i dag. Personellmessige behov drøftes. Ved vurderingen av hvilke personellmessige ressurser prospektkontrollen krever legger arbeidsgruppen til grunn at det er naturlig å ta utgangspunkt i de ressursene Oslo Børs benytter i dag. Arbeidsgruppen peker på at overtakelse av prospektkontrollen vil medføre organisatoriske utfordringer og at det er av stor viktighet at det opparbeides gode rutiner for kontakt mellom de ulike fagmiljøene som er involvert i prospektkontrollen. Arbeidsgruppen peker videre på at prospektkontroll vil gi behov for raske beslutningsprosesser og vil kunne gi utfordringer knyttet til arbeidsflyt. Arbeidsgruppen drøfter finansiering av prospektkontrollen. Herunder drøftes det hvorledes en gebyrløsning som bygger på børsens modell kan kombineres med Kredittilsynets utligningssystem.

Arbeidsgruppen drøfter dernest rammebetingelser knyttet til løpende informasjonsplikt. Arbeidsgruppen peker på at Oslo Børs har bygd opp ressurser og kompetanse for å løse oppgavene knyttet til løpende informasjonsplikt. Skal Kredittilsynet overta ansvaret for oppfølging av deler av oppgaven må Kredittilsynet tilføres ressurser. Det vil imidlertid være nære tilknytningspunkter mellom de oppgaver markedsovervåkingen i Kredittilsynet utfører i dag og arbeid knyttet til løpende informasjonsplikt. Arbeidsgruppen har lagt til grunn at tilsyn med informasjonsplikten kan gi medarbeiderne som arbeider med atferdssaker større basiskunnskap om det enkelte utstederselskaps virksomhetsområde og beslutningsstrukturer – noe som samlet sett kan effektivisere kontrollen med verdipapirhandellovens bestemmelser. Arbeidsgruppen forutsetter at man – slik som i andre adferdssaker - får til et godt samarbeid med Oslo Børs, slik at sistnevnte så langt mulig forbereder sakene før oversendelse. Ved en arbeidsfordeling hvor Oslo Børs utfører arbeid knyttet til ”den korrigerende fasen” mens Kredittilsynet gjør undersøkelser i etterkant av eventuelle brudd og

sanksjonerer overtredelser, ser ikke arbeidsgruppen behov for noen vesentlig annen organisering av arbeidet enn den som er innarbeidet i forbindelse med markedsmisbruksreglene i dag.

Arbeidsgruppen drøfter utligning av utgifter knyttet til arbeid med løpende informasjonsplikt og bemerker at en overføring av oppgaver knyttet til "den sanksjonerende fasen" av arbeidet med løpende informasjonsplikt ikke reiser andre utligningsspørsmål enn det øvrige arbeidet knyttet til markedsovervåkning. Det påpekes imidlertid at det kan være grunn til å vurdere utligningen for utgifter knyttet til markedsovervåkning på nytt. Arbeidsgruppen foreslår at utgiftene ved tilsynet med overholdelsen av de alminnelige bestemmelser om verdipapirhandel deles mellom enkelte av de ordinære tilsynsområdene og utstederforetakene.

1. Innledning

Det har i løpet av de seneste årene skjedd omfattende endringer i EUs politikk for verdipapirmarkedene. Ulikhetene i nasjonale regelverk er i ferd med å bygges ned. Hovedformålet med endringene er å bidra til å utvikle og sikre de europeiske verdipapirmarkedenes effektivitet, integritet, samt oversiktighet og å fremme investorenes tillit til markedet. I denne sammenheng legges det vekt på å styrke tilsynet med aktørene i verdipapirmarkedene og tilstrebe en enhetlig håndhevelse av regelverket. Dette forutsetter igjen et nært samarbeid mellom verdipapirtilsynsmyndighetene i Europa og at prinsippene for tilsyn blir mer enhetlig enn hva som har vært tilfelle hittil. Et velorganisert tilsynssamarbeid og løpende utveksling av informasjon var for øvrig en avgjørende forutsetning for at man skulle åpne grensene for fri utveksling av verdipapirmarkedstjenester innenfor EØS-området.

Endringene har bakgrunn i EUs Financial Services Action Plan (FSAP) som ble vedtatt i 1999. Dette var en ambisiøs handlingsplan som innebar at det gjennom i alt 42 lovtiltak skulle legges til rette for et effektivt og velfungerende marked for finansielle tjenester i EØS-området innen 2005. Arbeidet har medført en rekke omfattende regelverksendringer.

I januar 2003 ble direktivet om innsidehandel og markedsmisbruk (Market Abuse Directive – MAD)¹ vedtatt. Det er også vedtatt tre andre direktiver med sentral betydning for verdipapirmarkedet; prospektdirektivet i november 2003,² verdipapirmarkedsdirektivet (Directive on Markets in Financial Instruments – MiFID) i april 2004³ og rapporteringsdirektivet (transparensdirektivet- om utsteders informasjonsforpliktelser mv.) i desember 2004⁴. I tillegg kommer direktivet om overtagelsestilbud fra april 2004⁵. Harmonisering av krav til offentliggjøring av regnskapsinformasjon fra utstedere av verdipapirer har i økende grad blitt sett på som en avgjørende faktor for å skape effektive og velfungerende verdipapirmarkeder. Fra januar 2005 ble det etter lovendringer i Norge fastsatt at børsnoterte foretak har plikt til å anvende de internasjonale regnskapsstandardene IFRS (International Financial Reporting Standards). Endringen kom som ledd i gjennomføringen av EU-forordningen av 2002 om anvendelsen av IAS⁶. EUs oppmerksomhet er nå først og fremst rettet mot gjennomføring og håndhevelse av regelverket på nasjonalt plan.

De nye direktivene er alle tatt inn i EØS-avtalen og er gjennomført i norsk regelverk. I juni 2007 ble det vedtatt ny lov om verdipapirhandel og ny lov om regulerte markeder som erstatter tidligere verdipapirhandellov og børslov.

Gjennomgående i de nye direktivene (bortsett fra overtakelsesdirektivet) er at medlemslandene skal utpeke en eller flere offentlige myndigheter som skal følge opp at bestemmelsene - gjennomført etter de respektive direktiver - etterleves. Det er likevel noen ulikheter i det enkelte direktiv med hensyn til adgangen til å delegerer myndighet til andre. Et felles trekk ved direktivene er imidlertid at organet som tillegges myndighet skal være uavhengig av private økonomiske interesser. Etter overtakelsesdirektivet må medlemslandene påse at tilbudsmyndigheten utøver sin myndighet uavhengig og uten noen form for bindinger til partene i et overtagelsestilbud. Siktemålet er å unngå interessekonflikter og skape tillit.

¹ 2003/6/EF

² 2003/71/EF

³ 2004/39/EF

⁴ 2004/109/EF

⁵ 2004/25/EF

⁶ Forordning (EF) 1602/2002

I markedsmisbruks- og prospektdirektivet er dessuten hensynet til orden og kostnader fremholdt i begrunnelsen for å utpeke ett kompetent myndighetsorgan. I fortalen til markedsmisbruksdirektivet vises det til den forvirring/sammenblanding som kan følge for aktørene dersom det er flere myndighetsorganer. I fortalen til prospektdirektivet vises det også til at det kan skje en unødig myndighetsoverlapping og påløpe unødvendige kostnader for aktørene. Direktivenes konsept omkring "competent authorities" må også sees i lys av at det er disse som skal gis alle nødvendige midler for å avdekke og følge opp brudd på bestemmelsene.

Utviklingen i Europa går i retning av at kontroll og tilsynsoppgaver som i mange land har vært ivaretatt av børser og selvregulerende organisasjoner, flyttes til offentlige tilsynsmyndigheter. Dette har sammenheng med at den tradisjonelle strukturen med en dominerende børs i hvert land eller geografisk område, er i ferd med å endre seg. Eksisterende børser i Europa har de siste 10-20 år gått fra å være selveiende stiftelser og medlemsstyrte institusjoner til private selskap med fritt omsettelige aksjer. Oslo Børs ble privatisert i 2001. Det kan sies at børsene har gått fra å være halvoffentlige organer med kontroll og overvåkning som sentrale mål til private foretak som drives etter bedriftsøkonomiske prinsipper.

En åpen aksjonærstruktur har gitt muligheter for oppkjøp og sammenslutninger og således vært en viktig premiss for restruktureringer av en del børser i Europa. I tillegg inngås forpliktende samarbeid mellom eksisterende markedsplasser, i enkelte tilfeller fulgt av konsolidering på eiersiden. I den nordisk/baltiske regionen ser man eksempel på dette gjennom etablering av Norex alliansen, hvor alle de nordiske børsene og børsene i de baltiske statene har etablert et nært samarbeid. Med unntak for Oslo Børs er det også etablert felles eierskap til børsene hvor den svenske OMX-gruppen er dominerende eier. I februar 2008 fusjonerte OMX med den amerikanske børsen NASDAQ. Navnet er nå NASDAQ OMX Group.

Det etableres også nye og konkurrerende markedsplasser, ofte basert på avansert kommunikasjonsteknologi. I ny verdipapirhandellov er det åpnet for etablering av multilateral handelsfasilitet (MHF). Med dette menes et multilateralt system der det legges til rette for omsetning av finansielle instrumenter. En MHF vil således være en omsetningsplass for finansielle instrumenter, og dermed et alternativ til regulert marked eller børs og omsetning internt i verdipapirforetak (systematic internaliser). Denne konstruksjonen er ny i Norge og er en konsesjonspliktig investeringstjeneste. En MHF kan drives av et verdipapirforetak eller et regulert marked. Selv om det stilles strenge krav også til MHFer, vil beslutningsgrunnlaget for investorer i finansielle instrumenter som omsettes på en MHF i sum, kunne være mindre enn der omsetningen skjer på regulerte markeder.

MHFer vil kunne organisere handel i finansielle instrumenter som også er notert på regulerte markedsplasser. Et motiv for å legge til rette for denne type handelsplattformer er å styrke konkurransen innenfor formidling av transaksjoner. Et annet motiv er å sikre en viss regulering av intern handel som til nå har blitt tilrettelagt av verdipapirforetakene under deres tillatelser. En MHF vil således kunne opptre i konkurranse med de etablerte regulerte markedene. Det er etablert og under etablering flere MHFer i Europa som vil tilby handel i norske aksjer.

Den gradvise overføringen av tilsyns- og kontrolloppgaver til offentlige tilsynsmyndigheter må ses i sammenheng med de generelle utviklingstrekk som nevnt. En viktig målsetning er å legge til rette for konkurranse, også mellom ulike regulerte markeder. Denne utviklingen ses også i Norge.

Ovennevnte omstrukturering reiser også nye spørsmål knyttet til interessekonflikter. Det kan således reises spørsmål om håndhevelse av bestemmelser som er sentrale for tilliten til markedet bør ivaretas av private institusjoner som har et kundeforhold til selskapene som er opptatt til notering. Flere børser er også selv blitt børsnotert, med de interessekonfliktene dette kan åpne for.

I det norske verdipapirmarkedet er det i dag to markedsplasser, Oslo Børs og Oslo Axess, som begge drives i samme selskap.

I tillegg etablerte Oslo Børs i juni 2005 Alternative Bond Market (ABM). ABM er ikke regulert av eller underlagt konsesjon iht. børsloven, men blir administrert og organisert av Oslo Børs. Dette er en alternativ markedsplass for omsetning og notering av obligasjoner og sertifikater hvor krav til opptak til notering er mindre omfattende enn de krav som er knyttet til notering på Oslo Børs. Blant annet stilles det ikke krav om at låntakerne skal avlegge konsernregnskap i henhold til IFRS.

Gjennomføringen av prospektdirektivet i norsk lov og forskrift har medført et betydelig strengere prospektregime for obligasjonsutstedere. Etter hvert som låntakere og tilretteleggere har opparbeidet erfaring, går de fleste prosessene relativt smidig for eksisterende låntakere. For nye låntakere, representerer de nye reglene fortsatt en terskel. Det er spesielt IFRS-kravet og krav til beskrivelse av garantister som synes å være hovedutfordringer. Dette har medvirket til at noteringsprosessen for nye låntakere kan ta lang tid. Det nye regelverket er derfor en medvirkende årsak til at flertallet nye lån noteres på ABM. I 2006 ble det notert 150 lån på ABM inklusive sertifikater, mens det ble notert 140 lån på Oslo Børs. I 2007 ble det notert 161 lån inklusive sertifikater på ABM, mens det ble notert 94 på Oslo Børs. Frem til 14. oktober 2008 er det notert 144 lån på ABM, mens 66 er notert på Oslo Børs. Det er mulig å se tilsvarende mønstre i andre EØS-land, noe som kan indikere utilsiktede og uheldige utslag av strengt og detaljert regelverk.

Følgende andre regulerte markeder og børser har konsesjon til å drive virksomhet i Norge:

- Nord Pool ASA, har konsesjon som børs og noterer kraftderivater og CO2- kvoter/derivater.
- International Maritime Exchange ASA, som noterer skipsfraktderivater, bunkerskontrakter, kraftderivater og CO2-kvoter/derivater.
- Fishex ASA
- Fish Pool ASA

Begge de sistnevnte noterer derivatkontrakter med avtaler om levering av fisk som underliggende produkt.

I Norge har det som nevnt vært tradisjon for at en del kontrolloppgaver på verdipapirområdet har vært utført av Oslo Børs. Dette gjelder f. eks. prospektkontrollen, kontroll med tilbudsplikt og løpende informasjonsplikt. Videre har rapporteringen av transaksjoner skjedd til markedsplassen.

Ny lov om verdipapirhandel og ny lov om regulerte markeder påvirker arbeidsdelingen mellom Oslo Børs og Kredittilsynet. Enkelte oppgaver som før var lagt til Oslo Børs er nå lagt til Kredittilsynet. Andre oppgaver, som prospektkontrollen, er lagt til Oslo Børs, men må etter EU-reglene overføres til Kredittilsynet innen nærmere fastsatte frister. Utstederes plikt til å oversende informasjonspliktige opplysninger til børsen som et ledd i foretakets offentliggjøring av informasjon, er erstattet med en plikt til å offentliggjøre informasjonspliktige opplysninger på en effektiv og ikke-diskriminerende måte. Dette avviker fra tidligere regler hvor utsteder ikke sto fritt med hensyn til valg av medium. Slike praktiske endringer kan også tilsi endringer i Oslo Børs og Kredittilsynets roller knyttet til kontroll med utstederes løpende informasjonsplikt. Ved siste lovendring ble imidlertid oppfølging av den løpende informasjonsplikten lagt til børsen, uten at det ble foretatt noen grundig hensiktsmessighetsvurdering i lys av de endrede rammebetingelsene.

Børser og regulerte markeder vil fortsatt ha lovpålagte plikter med hensyn til organisering av virksomheten, krav til overvåkning av handel på markedsplassen, rapportering av brudd på lovverket til tilsynsmyndigheten og sanksjonering mot medlemmer og utstedere som bryter lovpålagt og internt

regelverk. Den markedsovervåking som utføres av Oslo Børs vil også i tiden fremover ha stor betydning for den samlede overvåkingen av verdipapirmarkedet.

1.2 Arbeidsgruppens mandat

I styremøte den 27. november 2007 ble det besluttet at det skulle nedsettes en intern arbeidsgruppe til å utrede hvilke tilsyns- og kontrolloppgaver som i dag er tillagt markedsplassen som Kredittilsynet må eller bør overta, knyttet til atferds- og rapporteringsregelverket i verdipapirmarkedet.

Arbeidsgruppen ble oppnevnt av ledergruppen i ledermøtet den 16. januar 2008.

Arbeidsgruppen har hatt følgende mandat:

- Kartlegge og beskrive hvilke kontroll- og tilsynsoppgaver som etter relevant EØS-regelverk, legges til offentlig tilsynsmyndighet.
- Beskrive hvordan andre EØS land, med hovedvekt på nordiske land, har innrettet seg i forhold til de aktuelle spørsmål.
- Beskrive gjeldende arbeidsdeling mellom Kredittilsynet og de regulerte markedsplassene, herunder hvilke oppgaver markedsplassen må ivareta som følge av sin plikt til å drive markedsovervåking, og fordeling av offentlige kontrolloppgaver. Fordeler og ulemper ved å opprettholde kontrolloppgaver knyttet til utøvelse av offentlig myndighet hos markedsplassen som har nærhet til markedet, drøftes. Det må i denne sammenheng ses hen til tilgang til den spesialkompetanse som normalt innehas av markedsplassene. Det må vurderes i hvilken grad det kan oppstå interessekonflikter knyttet til at markedsplasser organisert som private selskaper, utfører kontrolloppgaver. Kredittilsynets rolle som tilsynsmyndighet for markedsplassen bør i denne sammenheng beskrives.
- Vurdere hvorvidt det vil være samordnings- og integrasjonsgevinster mellom Kredittilsynets nåværende arbeidsoppgaver, operativ prospektkontroll og mulige nye oppgaver.
- Utrede krav til organisering, herunder en vurdering av hvorvidt det vil være nødvendig å endre gjeldende lønns- og arbeidstidsbestemmelser, herunder mulig fristillelse fra statens regelverk på området. Vurdere hvorvidt det vil kunne være hensiktsmessig å benytte eksterne ressurser i form av utkontraktering av enkeltoppgaver til eksterne fagmiljøer.
- Vurdere i hvilken grad utførelsen av visse kontrolloppgaver i særlig grad kan medføre erstatningsansvar.
- Vurdere økonomisk / administrative konsekvenser, herunder budsjettvirkninger og evt. behov for å endre utlikningssystemet.

Arbeidsgruppen har bestått av avdelingsdirektør Eirik Bunæs (leder) sjefsjurist Cecilie Ask, seksjonssjef Geir Holen, seksjonssjef Siw-Mette Thomassen, spesialrådgiver Aud Kogstad og avdelingskoordinator Kristin Lund (Gruppens sekretær).

Utredningen omhandler i store trekk tilsynsoppgaver knyttet til utsteders forpliktelser, tilsynet med adferden i verdipapirmarkedet og tilsynet med markedsplasser. Det alminnelige tilsynet med verdipapirforetak holdes utenfor utredningen. Det samme gjelder tilsynet med reglene om forvalterregistrering av finansielle instrumenter i VPS.

2. Gjeldende arbeidsdeling mellom Kredittilsynet og Oslo Børs

I dette kapittelet beskrives arbeidsfordelingen mellom Kredittilsynet og Oslo Børs slik den er i dag. I punkt 2.1 behandles kontrolloppgaver knyttet til utsteder herunder prospektkontroll, opptak til notering samt periodisk og ikke-periodisk rapportering fra utsteder av finansielle instrumenter notert på regulert marked. Utsteders plikter knyttet til forsvarlig informasjonshåndtering er imidlertid nær knyttet til kontroll med investorer og omtales under punkt 2.2.

I punkt 2.2 behandles kontrollopgaver knyttet til investor, herunder reglene om markedsmissbruk samt melde- og flaggepliktregler. Problemstillinger knyttet til forvalterregistrering av finansielle instrumenter holdes utenfor denne utredningen.

I punkt 2.3 behandles kontrollopgaver knyttet til mellommennene i verdipapirmarkedet. Kredittilsynets alminnelige tilsyn med verdipapirforetak, herunder konsesjonskrav, kapitalkrav og interne rutiner, vil ikke omtales. Utredningen behandler heller ikke Kredittilsynets oppfølging av regler som i hovedsak knytter seg til hvordan verdipapirforetak skal opptre i forhold til kunder.

2.1 Kontroll med utstedere

2.1.1 Prospektkontroll

Regler om prospektkontroll er gitt i verdipapirhandellovens kapittel 7 og verdipapirforskriftens kapittel 7. Reglene stiller krav til kontroll av prospekt i forbindelse med offentlige tilbud av omsettelige verdipapirer (emisjons- og spredningssalg), samt ved opptak til notering på regulert marked. Prospektkontrollen omfatter kontroll prospekter for både noterte og unoterte selskaper. Når det gjelder registreringsprospekter (emisjoner mellom 100.000 og 2,5 mill EURO), skal de ikke kontrolleres, men sender stil Foretaksregisteret for registrering. For fusjoner og oppkjøp er det imidlertid gjort unntak fra prospektplikt dersom det utarbeides et "tilsvarende dokument"⁷. Kravet til et tilsvarende dokument er ikke regulert i prospektdirektivet, men det er forutsatt at dette er dokumenter som reguleres av nasjonal lovgivning. For noterte selskaper finnes krav til tilsvarende dokumenter i børsreglenes kapittel 3 som er basert på kravene til innhold i prospekt, men ikke like omfattende. I henhold til verdipapirhandelloven⁸ er Kredittilsynet prospektmyndighet⁹, men departementet kan bestemme at hele eller deler av Kredittilsynets myndighet skal utøves av regulert marked. I verdipapirforskriften er det fastsatt at kontrollen skal utøves av Oslo Børs. Kredittilsynet har tilsyn med Oslo Børs' utøvelse av prospektkontrollen.

Utøvelse av prospektkontroll krever høy beredskap. Prospektmyndigheten skal innen en frist på fem virkedager (alternativt 10) kontrollere at prospekter inneholder de opplysninger som kreves etter lov og forskrift, herunder opplysninger som setter investor i stand til å foreta en velfundert vurdering av utsteders økonomiske stilling og utsikter og rettigheter til de aktuelle papirer. Prospektkontrollen innebærer dermed kontroll av at alle opplysninger som utsteder etter lov og forskrift skal gi i prospektet, foreligger. I de prospektene som har krav til å gi komplisert finansiell informasjon, slik som proforma tall, er det også kontroll av at opplysningene som gis i prospekt, finansiell informasjon, er korrekt¹⁰. I praksis forelegges børsen utkast til prospekter, og gir tilbakemelding om mangler før prospektet ferdigstilles. I tilknytning til prospektkontrollen driver Oslo Børs utstrakt rådgivning overfor utstederselskapene forut for opptak til notering og emisjoner. Børsen kan nedlegge forbud dersom den anser det ulovlig å gjennomføre tilbudet etter annen lovgivning¹¹ - i første rekke allmennaksjeloven. Børsen kan i enkeltvedtak gjøre unntak fra prospektreglene i loven foreskrevne tilfeller og kan ilegge overtredelsesgebyr eller dagmulkt ved brudd på regelverket. Børsen krever gebyr av tilbyder til dekning av utgifter ved kontroll og registrering av prospekt.

⁷ Se verdipapirhandelloven § 7-4 nr. 4 og 6 samt § 7-5 nr. 5 og 7.

⁸ Se § 7-8 siste ledd

⁹ Ansvaret for utførelse av oppgaven er pr. i dag lagt til avdelingskoordinator på M1. En medarbeider på M1 deltar i den daglige oppfølgingen og deltar blant annet sammen med Oslo Børs på møter i Prospectus Contact Group i CESR.

¹⁰ Se verdipapirforskriften § 13-3 c

¹¹ Se verdipapirhandelloven § 7-8 fjerde ledd

2.1.2 Opptak til notering

Børsloven har regler om opptak til notering på regulert markedsplass¹². Reglene fastslår at regulerte markeder skal ha regler om opptak av finansielle instrumenter til handel som skal sørge for at instrumentene kan handles på en redelig, velordnet og effektiv måte. Verdipapirene skal være fritt omsettelige. Reglene gjelder både for regulerte markeder og børser. For opptak til notering på børs stilles det tilleggskrav i børsloven og børsforskriften¹³. Opptaksregelverket skal i henhold til børsloven¹⁴ forelegges for Kredittilsynet, som kan kreve regelverket endret dersom det strider mot lov eller forskrift.

Det enkelte regulerte marked beslutter selv om finansielle instrumenter skal tas opp til handel. Vedtak om opptak til børsnotering er enkeltvedtak som kan påklages etter forvaltningslovens regler. Børsklagenemnda er klageinstans for vedtakene.¹⁵

Dersom et finansielt instrument ikke lenger tilfredsstiller kravene til opptak til handel, kan det regulerte markedet suspendere eller stryke instrumentet forutsatt at dette ikke medfører vesentlig ulempe for eierne eller for markedet¹⁶. I henhold til børsloven¹⁷ kan i tillegg Kredittilsynet kreve at det regulerte markedet suspenderer eller stryker et finansielt instrument dersom opptakskravene ikke lenger er tilfredsstilt eller særlige grunner tilsier det.

2.1.3 Periodisk rapportering – regnskapskontroll

Etter verdipapirhandelloven¹⁸ fører Kredittilsynet kontroll med at den periodiske rapporteringen, herunder årsregnskap, halvårsregnskap og kvartalsregnskap, til norske utstederforetak hvis omsettelige verdipapirer er eller søkes notert, er i samsvar med lov og forskrifter, se regnskapsloven § 3-9. Nærmere regler om utførelsen av denne kontrollen er gitt i verdipapirforskriften. Kontrollen omfatter også periodisk finansiell rapportering av *”proforma tall og tilsvarende oppstillinger med tilleggsopplysninger i prospekter”*¹⁹. Denne kontrollen ble lagt til Oslo Børs i forbindelse med at det ble besluttet at prospektkontrollen skal utøves av børsen²⁰. Børsen skal varsle Kredittilsynet dersom det er grunn til å tro at den periodiske finansielle rapporteringen i et prospekt ikke gir et rettviseende bilde²¹.

Fra og med første delårsrapportering i 2008 har Kredittilsynet kontroll med den periodiske finansielle rapporteringen til utstedere som får eller velger Norge som hjemstat²², både utstedere fra land utenfor EØS-området og evt. utstedere fra EØS-området som oppfyller vilkår for å velge Norge som hjemstat omfattes.

Bestemmelsene om kontroll med periodisk rapportering innebærer også at Kredittilsynet skal føre tilsyn med at den finansielle rapporteringen foreligger rettidig.

¹² Se børsloven § 24

¹³ Se børsloven § 34 og børsforskriften kapittel 2

¹⁴ Se børsloven § 22 tredje ledd

¹⁵ Se børsloven §§ 40 og 41

¹⁶ Se børsloven § 25 første ledd

¹⁷ Se børsloven § 25 tredje ledd

¹⁸ Se verdipapirhandelloven § 15-1 tredje ledd jfr §§ 5-4 til 5-6

¹⁹ Se verdipapirforskriften § 13-3 c

²⁰ Se verdipapirforskriften § 13-4 tredje ledd

²¹ Se verdipapirforskriften § 7-10 første ledd jfr regnskapsloven § 3-2a

²² Se verdipapirhandelloven § 5-4

Oslo Børs overvåker i kraft av børsregelverket²³ rettidigheten av den periodiske rapporteringen. Oslo Børs vil rapportere eventuelle brudd til Kredittilsynet. Kredittilsynet vil ut fra slike meldinger vurdere å suspendere utsteder eller ilegge overtredelsesgebyr.

2.1.4 Ikke-periodisk rapportering (løpende informasjonsplikt)

Reglene om ikke-periodisk rapportering - eller løpende informasjonsplikt – fantes før i børsloven med tilhørende forskrift²⁴. Bestemmelsene er nå flyttet til verdipapirhandelloven²⁵. Utsteder skal uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre innsideinformasjon som angår utsteder²⁶. På visse vilkår er det imidlertid adgang til utsatt offentlighet²⁷. Tidligere måtte utsteder offentliggjøre opplysningene gjennom Oslo Børs. Etter den nye verdipapirhandelloven skal utsteder offentliggjøre opplysningene på en effektiv og ikke-diskriminerende måte²⁸. Dette innebærer at utsteder står fritt med hensyn til valg av informasjonskanal, så lenge lovens vilkår er oppfylt.

Lovens utgangspunkt er at Kredittilsynet fører tilsyn med overholdelsen av bestemmelsene og kan ilegge overtredelsesgebyr for overtredelse av bestemmelsene²⁹. Departementet kan imidlertid delegere Kredittilsynets tilsyn med overholdelse av bestemmelsene til regulert marked³⁰. Slik delegasjon er foretatt³¹. Når Kredittilsynets myndighet til å føre tilsyn med bestemmelsene er delegert, følger adgangen til å ilegge overtredelsesgebyr automatisk med³². Tidligere regler om at børsen skulle rapportere grove overtredelser til Kredittilsynet er ikke videreført. Bestemmelsene er heller ikke lenger straffebelagt.

Spørsmålet om tilsynet med bestemmelsene *burde* delegeres til regulert marked ble berørt av enkelte høringsinstanser i deres merknader under lovforberedelsen til gjeldende verdipapirhandellov, se Ot. prp. nr. 34 (2006-2007) punkt 22.1.4 (Økokrim og Oslo Børs ønsket begge delegasjoner for å beholde den tidligere ordning). Imidlertid innbød lovforberedelsen ikke i særlig grad til å kommentere disse spørsmålene, idet lovutvalget foreslo en delegasjonshjemmel uten å drøfte om hjemmelen burde bli benyttet. Videre tok Oslo Børs opp spørsmålet igjen i sin høringsuttalelse av 10. mai 2007 til verdipapirforskriften. Heller ikke dette høringsbrevet berørte delegasjonsspørsmålet. I Oslo Børs' høringsuttalelse til verdipapirforskriften uttales det blant annet:

”Oslo Børs antar at det p.t. ikke finnes noe hensiktsmessig alternativ til en videreføring av dagens arbeidsdeling mellom Kredittilsynet og børsen. Børsen har systemer, personell og kompetanse til å utføre kontrollen, noe det antas det vil kreve tid og ressurser å bygge opp hos Kredittilsynet. Nærheten til markedet og utstederforetakene tilsier også at den operative kontrollen bør utføres av børsen. Oslo Børs mener derfor det er hensiktsmessig at den operative kontrollen med den løpende informasjonsplikten for selskaper notert på Oslo Børs, utføres av børsen.

(...)

Hjemmel for ileggelse av overtredelsesgebyr ved brudd på informasjonsplikten, følger av vphl. § 17-4 tredje ledd. Det er klart at tilsynet med den løpende informasjonsplikten etter rapporteringsdirektivet vil bli en noe annen enn i dag, ettersom utstedere selv kan velge offentliggjøringskanal, jf. vphl. § 5-12 første ledd. Videre vil dagens ”forhåndskontroll” av

²³ Se børsforskriften § 18

²⁴ Børsforskriften kapittel 5 og 10, jfr. børsloven § 5-7 og §§ 6-8 jfr 5-7 (eldre regler)

²⁵ Se verdipapirhandelloven §§ 5-2 og 5-3

²⁶ Se verdipapirhandelloven § 5-2

²⁷ Se verdipapirhandelloven § 5-3

²⁸ Se verdipapirhandelloven § 5-12

²⁹ Se verdipapirhandelloven § 17-4 tredje ledd

³⁰ Se verdipapirhandelloven § 15-1 annet ledd

³¹ Se verdipapirforskriften § 13-1

³² Se verdipapirhandelloven § 17-4 tredje ledd

meldinger ikke kunne videreføres i samme omfang. Gitt bl.a. at vedkommende regulert marked også er utpekt som OAM, antas likevel ikke endringene å bli vesentlige.”

I forarbeidene til den nye verdipapirhandelloven er det lagt til grunn at rapporteringsdirektivet ikke er til hinder for at tilsynet med den løpende informasjonsplikten kan delegeres til regulert marked. Det er heller ingen begrensning på hvor lenge en slik delegasjon kan skje.

Markeds plassens arbeid med den løpende informasjonsplikten kan muligens best beskrives langs følgende to linjer:

Den korrigerende funksjonen

Oslo Børs yter til en viss grad servicefunksjoner overfor selskapene opptatt til notering. Selskapene vil ofte ha behov for å drøfte forhold med markedsplassen i tilknytning til utformingen av forestående børsmeldinger, praksis omkring utsatt offentliggjøring etc. Etter det Kredittilsynet forstår er det nærmest daglig henvendelser til børsens selskapsavdeling med ulike spørsmål knyttet til dette. Det antas at funksjonen børsen utøver i denne sammenheng er av en mer veiledende karakter. Det vises til at utstederselskapene etter den nye verdipapirhandelloven står fritt til å publisere børsmeldinger gjennom andre informasjonssystemer enn den Oslo Børs tilbyr. Følgelig er ”filtreringsoppgaven” som tidligere var knyttet til det obligatoriske informasjonssystemet, redusert. I tilknytning til adgangen til utsatt offentliggjøring av sensitiv informasjon³³ er det videre klart at utstederselskapet selv bærer ansvaret for at vilkårene for utsettelse av offentliggjøring av innsideinformasjon er til stede. Underretning om utsatt offentliggjøring til vedkommende regulerte marked etter verdipapirforskriften³⁴ innbærer heller ingen ”forhåndsgodkjennelse” av at vilkårene er oppfylt.

Oslo Børs har også en operativ overvåking av markedet med sikte på adekvat opptreden overfor mulige lekkasjer av innsideinformasjon. Dersom børsen har grunn til å tro at det kan ha vært en lekkasje knyttet til utsteder, tar den umiddelbart kontakt med utsteder for å be om en redegjørelse. Denne kontakten må også sees i sammenheng med spørsmålet om det skal innføres børspause. Dersom børsen finner at det foreligger en uavklart situasjon, kan den ”fremtvinge” børsmelding ved å innføre børspause eller eventuelt suspensjon av noteringen. Børsen kan dessuten pålegge selskapene å sende børsmelding.

Oppfølging av overtredelser

Sakene initieres ofte av markedsovervåkingen på Oslo Børs. Utløsende for en undersøkelse kan for eksempel være børsmeldingen i seg selv, forhold i media eller registrering av et unormalt handelsmønster. Til det sistnevnte bemerkes at det er noe usikkert hvordan børsens muligheter til å overvåke handelsmønstre blir etter gjennomføringen av nytt system for transaksjonsrapportering (TRS), se nærmere pkt. 2.3.5. Børsen vil etter dette bare ha opplysninger om handler gjort på eget marked. I sammenheng med innføringen av TRS vil det måtte vurderes hvorvidt børsen også skal motta opplysninger som ligger i systemet. Det er likevel på det rene at opplysningene ikke vil foreligge før dagen etter den aktuelle handelsdagen, til forskjell fra i dag hvor det rapporteres i tilnærmet sanntid.

Etter det Kredittilsynet forstår, tas potensielle saker opp til drøftelse hos Oslo Børs i et såkalt ”InfoTaskForce”. I arbeidsgruppen sitter det representanter fra selskapsavdelingen, markedsovervåkingen og juridisk avdeling på Oslo Børs. Gruppen møtes ukentlig. Dersom gruppen beslutter at sakene skal følges opp, er det juridisk avdeling som får ansvaret for den videre oppfølgingen. På dette tidspunktet kan det allerede ha vært kontakt med utstederselskapet. Juridisk avdeling vil kontakte utsteder for å få supplerende opplysninger.

³³ Se verdipapirhandelloven § 5-3

³⁴ Se verdipapirforskriften § 5-1

Når saken er tilstrekkelig opplyst kan den få tre utfall: den avsluttes, administrasjonen sender et brev til selskapet hvor det rettes kritikk mot deres behandling av informasjonen (ikke offentlig), eller saken fremmes for børsens styre med innstilling om å ilegge utstederselskapet gebyr eventuelt rette offentlig kritikk.

Fra november 2006 og frem til i dag (mai 2008) har børsens InfoTaskForce behandlet 175 saker. Av disse er 100 saker avsluttet uten noen reaksjon. 48 saker har endt med et ikke-offentlig kritikkbrev. Videre er det i 2 saker gitt offentlig kritikk og det er i 7 saker ilagt overtredelsesgebyr.

2.1.5 Andre oppgaver knyttet til tilsyn

Informasjon fra utstedere til aksjeeiere/låntakere

Etter verdipapirhandelloven³⁵ skal utsteder offentliggjøre endringer i rettighetene til de finansielle instrumentene. Ved kapitalutvidelser eller stemmerettsendring skal det offentliggjøres en oversikt over aksjekapitalen og antall stemmer i selskapet. Det stilles spesifikke krav til hvilken informasjon utsteder skal gi aksjeeier i forbindelse med innkalling til generalforsamling mv. og hvordan informasjon skal gis³⁶. Tilsvarende bestemmelser om informasjon gjelder for långiver³⁷.

Bestemmelsene er nye. Tilsvarende og til dels mer spesifiserte bestemmelser følger av børsens regler om "løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper". Tilsvarende regler følger dessuten av den norske anbefalingen om eierstyring og selskapsledelse som børsnoterte foretak er forpliktet til å følge. Det vises særlig til anbefalingens punkt 6 om "generalforsamling" og punkt 13 om "informasjon og kommunikasjon".

Kredittilsynet fører tilsyn med overholdelsen av verdipapirhandellovens regler og legger til grunn at børsen har et løpende tilsyn med overholdelsen av tilsvarende bestemmelser i børsregelverket og anbefalingen om eierstyring og selskapsledelse, på samme måte som det løpende tilsynet med overholdelsen av andre bestemmelser om løpende informasjonsplikt.

Kredittilsynet har lagt opp til at tilsynet må baseres på "signaler" fra børsen, aksjeeiere og andre. Dersom et selskap systematisk overtrer de nevnte plikter, vil det måtte vurderes om selskapet er egnet for videre notering. Det vises til børslovens bestemmelser om at regulert marked kan suspendere eller stryke et finansielt instrument fra notering dersom ikke bestemmelsene i det regulerte markedets vilkår eller regler overholdes, eller særlige grunner tilsier det³⁸. Kredittilsynet kan kreve at regulert marked suspenderer eller stryker et finansielt instrument i slike tilfeller.

De nevnte "aksjonærbestemmelsene" gjelder også for norske utstedere som har omsettelige papirer opptatt til notering på regulerte markeder i andre land enn Norge. Det antas at den regulerte markedsplassen vil føre et løpende tilsyn med overholdelsen av bestemmelsene, på samme måte som Oslo Børs. Kredittilsynet mener at tilsynet må baseres på eventuelle signaler. Ved systematiske overtredelser av bestemmelsene, vil Kredittilsynet ta kontakt med tilsynsmyndigheten i noteringslandet for videre oppfølging.

Likebehandling av aksjeeiere

Kravet til likebehandling av aksjeeiere i børsnoterte selskaper er flyttet fra tidligere børsforskrift til verdipapirhandelloven³⁹. Etter bestemmelsen kan utsteder ikke utsette innehaverne av de finansielle instrumentene for forskjellsbehandling som ikke er saklig begrunnet ut fra utstaders og innehavers felles interesse. I forbindelse med omsetning eller utstedelse av finansielle instrumenter eller

³⁵ Se verdipapirhandelloven § 5-8

³⁶ Se verdipapirhandelloven § 5-9

³⁷ Se verdipapirhandelloven § 5-10

³⁸ Se børsloven § 25

³⁹ Se verdipapirhandelloven § 5-14

rettigheter til slike, må utsteders styrende organer, tillitsvalgte eller ledende ansatte ikke treffe tiltak som er egnet til å gi dem selv, enkelte innehavere av finansielle instrumenter eller tredjemenn en urimelig fordel på bekostning av andre innehavere eller utsteder.

Det er ikke knyttet sanksjoner til brudd på bestemmelsen, men Kredittilsynet kan gi pålegg om retting⁴⁰.

Oslo Børs har også her speilet bestemmelsen i sitt regelverk. Prinsipper om likebehandling følger også av norsk anbefaling om eierstyring og selskapsledelse. Det vises særlig til punkt 4 om ”likebehandling av aksjeeiere og transaksjoner med nærstående”.

Det følger av allmennaksjeloven at generalforsamlingen, styret eller andre som representerer selskapet ikke kan treffe beslutninger eller på annen måte foreta noe som er egnet til å gi visse aksjeeiere eller andre en urimelig fordel på andre aksjeeieres eller selskapets bekostning⁴¹. Kredittilsynet har vanskelig for å se at likebehandlingsregelen i verdipapirhandelloven innebærer noen ”strengere” krav enn det som følger av allmennaksjeloven, utover at det føres tilsyn med overholdelsen av verdipapirhandellovens bestemmelser.

I det løpende tilsynet vil det legges til grunn at spørsmålet om selskapet overholder sin likebehandlingsplikt i første rekke er et forhold mellom selskapet og aksjeeierne, som håndteres gjennom de mekanismer selskapslovgivningen legger opp til⁴². Kredittilsynet kan ikke ta stilling til denne type ”privatrettslige” konflikter. Det er derfor vanskelig å se for seg at det kan være aktuelt med pålegg om retting etter verdipapirhandelloven⁴³. Også her kan imidlertid signaler om systematiske overtredelser av likebehandlingsplikten medføre at selskapet ikke lenger anses egnet til notering på regulert marked. Det vises til nærmere omtale i forrige punkt.

I tilknytning til ivaretagelse av investors interesser nevnes også at Norsk Tillitsmann ASA har som formål å være tillitsmann for innenlandske obligasjonslån og andre rentebærende verdipapirer. Foretaket påtar seg gjennom dette å følge opp at låntagers forpliktelser blir oppfylt overfor långiver gjennom lånets løpetid i henhold til inngått kontrakt og gjeldende lovgivning. Norsk Tillitsmann overvåker dermed investorenes rettigheter etter lånedokumenter og lovgivningen. På obligasjonssiden utfører dermed selskapet tjenester i verdipapirmarkedet. Virksomheten er ikke konsesjonspliktig og foretaket er ikke under tilsyn.

I tillegg til ovennevnte har utsteder plikter etter verdipapirhandelloven kapittel 3 og 4, for eksempel listeføringsplikten. Disse pliktene er nær knyttet til kontroll med investor og behandles i neste kapittel.

2.2 Kontroll med investorer

2.2.1 Reglene om innsidehandel, tilbørlig informasjonshåndtering, markedsmanipulasjon og urimelige forretningsmetoder

Reglene om markedsmisbruk har som siktemål å verne om *verdipapirmarkedets integritet*. Dette er ingen ensartet type bestemmelser. Noen bestemmelser retter seg mot enhver, for eksempel forbudsreglene mot misbruk av innsideinformasjon, markedsmanipulasjon og urimelige forretningsmetoder. Andre bestemmelser retter seg mot personer i visse stillinger, for eksempel reglene om meldepliktig verdipapirhandel eller reglene om undersøkelsesplikt⁴⁴. Reglene vil også

⁴⁰ Se verdipapirhandelloven § 15-7 sjette ledd

⁴¹ Se allmennaksjeloven §§ 5-21 og 6-28

⁴² Se allmennaksjeloven § 5-22 om myndighet til å reise søksmål om ugyldighet og § 5-25 om gransking.

⁴³ Se verdipapirhandelloven § 15-7 sjette ledd

⁴⁴ Se verdipapirhandelloven § 3-6

kunne rette seg mot foretak, for eksempel kravet til listeføring av personer med tilgang til innsideinformasjon og plikten til å ha rutiner for sikker behandling av slik informasjon. Enkelte regler retter seg mot misbruket direkte, andre regler er innrettet for å forebygge markedsmissbruk.

Innsideinformasjon kan i grove trekk beskrives som presise opplysninger om børsnoterte finansielle instrumenter, utstederen av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen merkbart og som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet. Handel på innsideinformasjon, det å tilskynde andre til slik handel, eller ulovlig videreformidling av slik informasjon er straffbart⁴⁵. Den som har innsideinformasjon kan heller ikke gi råd om handel med finansielle instrumenter som innsideinformasjonen omfatter⁴⁶. Bestemmelsene rammer enhver, altså alle som opererer i verdipapirmarkedet. Utsteder skal i henhold til verdipapirhandelloven⁴⁷ føre lister over personer som gis tilgang til innsideinformasjon. Styremedlem, ledende ansatt medlem av kontrollkomité eller revisor i utstederforetak (primærinnsidere) plikter å undersøke om det foreligger innsideinformasjon om foretaket eller de finansielle instrumentene før vedkommende handler finansielle instrumenter utstedt av foretaket eller tilskynder noen til slik handel.

Verdipapirhandelloven setter forbud mot markedsmanipulasjon⁴⁸. Markedsmanipulasjon innebærer å foreta handlinger/aktiviteter som er egnet til å forstyrre den naturlige markedsbaserte prisdannelsen i markedet. Loven gir eksempler på hvordan markedsmanipulasjon kan foregå som å spre villedende informasjon som har betydning for prisingen av ett eller flere finansielle instrumenter. Det kan gjøres verbalt ved å utbre uriktige opplysninger eller gjennom innleggelse av ordre eller utførelse av transaksjoner som gir misvisende signaler. Det er også gitt eksempler på markedspåvirkende tiltak som under gitte forutsetninger er tillatt⁴⁹. I likhet med innsidehandel er markedsmanipulasjon straffbart⁵⁰.

Verdipapirhandelloven fastslår videre at ingen må benytte urimelige forretningsmetoder i handel med finansielle instrumenter⁵¹. Bestemmelsen retter seg mot enhver og er straffebelagt⁵². I motsetning til forbudet mot innsidehandel og markedsmanipulasjon er forbudet mot urimelige forretningsmetoder ikke begrenset til å gjelde handel i finansielle instrumenter notert på regulert marked.

Kredittilsynet fører tilsyn med at ovennevnte regler om markedsadferd overholdes⁵³. Utsteder av finansielle instrumenter plikter å gi Kredittilsynet de opplysninger som Kredittilsynet anser nødvendige for å avgjøre om det har skjedd overtredelse av bestemmelser gitt i eller i medhold av verdipapirhandelloven⁵⁴. Verdipapirhandelloven pålegger enhver opplysningsplikt ved mistanke om brudd på innside- og taushetspliktsreglene⁵⁵.

Kredittilsynet opprettet i 2001 en spesialisert enhet, seksjon for markedsovervåkning, for å styrke sin virksomhet på området. Seksjonens oppgaver retter seg mot håndhevelse av de generelle atferdsreglene som er fastsatt i verdipapirhandellovens kapittel 3 og 4, herunder forbudet mot ulovlig innsidehandel, markedsmanipulasjon og tilbørlig informasjonshåndtering. Oslo Børs utøver

⁴⁵ Se verdipapirhandelloven § 17-3. Forbudet mot innsidehandel fremkommer i verdipapirhandelloven § 3-3, mens ulovlig videreformidling rammes av regelen om tilbørlig informasjonshåndtering i § 3-4.

⁴⁶ Se verdipapirhandelloven § 3-7

⁴⁷ Se verdipapirhandelloven § 3-5

⁴⁸ Se verdipapirhandelloven § 3-8

⁴⁹ Se verdipapirhandelloven § 3-12

⁵⁰ Se verdipapirhandelloven § 17-3

⁵¹ Se verdipapirhandelloven § 3-9

⁵² Se verdipapirhandelloven § 17-3

⁵³ Se verdipapirhandelloven § 15- 1 annet ledd

⁵⁴ Se verdipapirhandelloven § 15-2 femte ledd

⁵⁵ Se verdipapirhandelloven § 15-3

markedsovervåking på området, og oversender mistenkelige transaksjoner til Kredittilsynet. Kredittilsynet har omfattende hjemler til å innhente opplysninger fra både mellommenn, markedsplasser, utstedere, individuelle aktører og offentlige registre. Gjennom innhenting, bearbeiding og sammenstilling av slik informasjon utredes saken i Kredittilsynet. Dersom det foreligger mistanke om brudd på regelverket, kan Kredittilsynet anmelde forholdet til påtalemyndigheten.

Innsatsen på dette området har høstet frukter. I dag oppdages flere saker enn det gjorde tidligere, noe blant annet et økende antall domfellelser viser. Se rapport av 22. juni 2007 om samarbeidet mellom Oslo Børs, Kredittilsynet og ØKOKRIM.

Det følger av retningslinjer for samarbeid mellom Oslo Børs og Kredittilsynet at Oslo Børs foretar initielle undersøkelser av om bestemmelser vedrørende innsideinformasjon, kursmanipulasjon, urimelige forretningsmetoder, meldeplikt og flaggeplikt er overholdt. Mistanker om brudd på bestemmelsene som avdekkes av Oslo Børs oversendes etter avtalen Kredittilsynet "på en lav terskel" for nærmere utredning og eventuell sanksjonering eller anmeldelse. Kredittilsynet anstiller også i stor grad undersøkelser på eget initiativ.

2.2.2 Melde- og flaggeplikt

Reglene om melde- og flaggeplikt i verdipapirhandelloven⁵⁶ fastslår at primærinnsidere (styremedlemmer, ledende ansatte osv.) skal melde fra til Oslo Børs straks de har gjennomført en handel i foretaket de er tilknyttet. Ved passering av angitte prosentvise grenser i eierandel i børsnoterte selskaper, må eieren "flagge" den enkelte passering til Oslo Børs. Hovedformålet med bestemmelsene er at markedsaktørene skal få presis og samtidig informasjon om transaksjoner som gjøres av personer med nær tilknytning til et børsnotert selskap og om antatt viktige endringer i eierstrukturen i selskapet. Utstederselskapene er forpliktet til å føre ajourførte lister over primærinnsidere og sende løpende oppdaterte lister til markedsplassen. De meldepliktige skal selv utarbeide liste over nærstående, dersom disse har finansielle instrumenter som omfattes av meldeplikten. Listene skal holdes tilgjengelige for Kredittilsynet.

Kredittilsynet fører tilsyn med overholdelsen av bestemmelsene⁵⁷. Kredittilsynet, eller den Kredittilsynet utpeker, skal motta og offentliggjøre flaggemeldinger. Kredittilsynet har etter vedtagelse av nytt regelverk utpekt Oslo Børs til å motta og offentliggjøre flaggemeldinger. Etter avtale mellom Kredittilsynet og Oslo Børs skal mistanke om brudd på flaggeregelverket som avdekkes av børsen oversendes Kredittilsynet for nærmere vurdering og eventuell politianmeldelse.

Mulige overtredelser av disse reglene oppdages således i hovedsak av Oslo Børs gjennom deres markedsovervåkningssystemer og oversendes til Kredittilsynet for eventuell oppfølging. Når det gjelder oppdagelse av brudd på meldeplikten har børsen et elektronisk overvåkingssystem som sammenstiller børsmeldingene med alle handlende til primærinnsidene. Overvåkingen av flaggeplikten foretas manuelt av børsens avdeling for markedsovervåking.

Etter nærmere undersøkelser anmelder Kredittilsynet eventuelle overtredelser av melde- og flaggeplikten til påtalemyndigheten. Frem til 2001 ble mulige overtredelser av flaggereglene anmeldt direkte til påtalemyndigheten. I forbindelse med privatiseringen av Oslo Børs ble denne praksisen endret, og børsen sender i stedet sakene til Kredittilsynet "over en lav terskel". Fra 1. januar 2008 fikk Kredittilsynet hjemmel til å ilegge overtredelsesgebyr ved brudd på flaggeregelverket, og brudd

⁵⁶ Se verdipapirhandelloven §§ 4-2 og 4-3

⁵⁷ Se verdipapirhandelloven § 15-2 annet ledd

skal kun sendes til politiet ved grove eller gjentatte overtredelser. Pr. 2. juni 2008 har Kredittilsynet ikke hatt slike saker som har ført til noen reaksjon.

Siden 2001 har Oslo Børs oversendt stadig færre saker vedrørende overtredelse av meldepliktsbestemmelsen til Kredittilsynet. Nedgangen i antall saker skyldes antakelig økte kunnskaper blant primærinnsiderne om reglene som gjelder på området. Dette viser at opplysning om regelverk, samt effektiv håndhevelse, har hatt en merkbart preventiv effekt og trolig medvirket vesentlig til å forebygge nye lovbrudd.

2.2.3 Tilbudsplikt

Regler om tilbudsplikt og frivillig tilbud følger av verdipapirhandelloven kapittel 6. Tilbudsplikt inntreffer for den som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et foretak notert på regulert marked. Tilbudsprisen skal være minst like høy som det høyeste vederlag betalt siste seks måneder. Tilbudsmyndigheten avgjør om tilbudsplikt foreligger, og godkjenner tilbudet. Oslo Børs er tilbudsmyndighet⁵⁸. Departementet kan i forskrift bestemme at hele eller deler av tilbudsmyndighetens kompetanse skal utøves av Kredittilsynet. Slik forskrift er ikke gitt.

Tilbudsmyndigheten kan kreve opplysninger fra verdipapirforetak, selskap og personer som kan ha betydning for spørsmål om tilbudsplikt⁵⁹. Dersom tilbudsplikten forsømmes kan tilbudsmyndigheten illegge daglig mulkt inntil forholdet er rettet⁶⁰. Videre har tilbudsmyndigheten myndighet til å selge aksjene etter reglene om tvangssalg⁶¹.

Tilbudsmyndighetens oppgaver knyttet til overtakelsestilbud innebærer overvåkning og kontroll med at regelverket overholdes og adgang til å fastsette bindende vedtak. Tilsynsfunksjonen innebærer også en mulighet til faktisk sett å utøve innflytelse i forhold til overtakelsestilbud, gjennom å avgi generelle uttalelser om forståelsen av regelverket.

2.3 Kontroll med mellommenn

Verdipapirhandellovens formål er å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel med finansielle instrumenter. For at lovens formål skal kunne realiseres, er det av stor betydning at markedet har tillit til at verdipapirforetak følger de regler som er fastsatt. Dette gjelder både i forhold til de virksomhetsregler som gjelder for verdipapirforetak spesielt (krav om god forretningsskikk mv.) og de alminnelige regler som gjelder for alle markedsaktører (forbudet mot innsidehandel mv.). Slik tillit forutsetter en effektiv kontroll med at regelverket overholdes.

Mellommennene spiller en sentral rolle i verdipapirmarkedet og er pålagt enkelte plikter etter verdipapirhandelloven som skal bidra til at kontrollen med at spillereglene som gjelder i markedet fungerer tilfredsstillende. Nedenfor følger en gjennomgang av disse reglene. Kredittilsynets tilsyn med verdipapirforetakenes etterlevelse av konsesjonsvilkår og lovgitte rammebetingelser omhandles som nevnt ikke. Det samme gjelder Kredittilsynets oppfølging av regler som i hovedsak knytter seg til hvorledes verdipapirforetak skal opptre i forhold til investorer (god forretningsskikk, best execution m.v.).

⁵⁸ Se verdipapirhandelloven § 6-4

⁵⁹ Se verdipapirhandelloven § 15-4

⁶⁰ Se verdipapirhandelloven § 17-1

⁶¹ Se verdipapirhandelloven § 6-21

I tillegg til plikter som følger av verdipapirhandeloven og som følges opp av Kredittilsynet, har verdipapirforetak som er børsmedlemmer plikter som følger av børsloven. Etterlevelse av dette regelverket følges opp av børsen. Disse reglene omtales under pkt. 2.5.

2.3.1. Verdipapirforetaks plikt til å rapportere om mistanke om markedsmisbruk

Verdipapirhandelovens fastslår at den som på forretningsmessig basis gjennomfører eller tilrettelegger transaksjoner i finansielle instrumenter, straks skal rapportere til Kredittilsynet hvis det foreligger rimelig grunn til mistanke om misbruk av innsideinformasjon eller markedsmanipulasjon i tilknytning til slike transaksjoner⁶². Verdipapirforetak er omfattet av rapporteringsplikten. Det er også klart at andre finansielle og juridiske rådgivere som "gjennomfører eller tilrettelegger transaksjoner" vil være omfattet. Dette vil kunne være rådgivere som bistår i forbindelse med større annenhåndsplasseringer av finansielle instrumenter, fusjoner, kapitalinnhentinger, refinansieringer mv. Kredittilsynet fører tilsyn med overholdelse av bestemmelsen som et ledd i tilsynet med verdipapirforetak og manglende oppfyllelse av rapporteringsplikten har medført reaksjoner fra Kredittilsynet.

Bestemmelsen har vist seg å være et verdifullt bidrag til Kredittilsynets overvåkning av atferdsregelverket i verdipapirhandeloven og har medført at Kredittilsynet mottar rapporter fra verdipapirforetak om forhold som oppfattes som mistenkelige.

2.3.2 Verdipapirforetaks rolle knyttet til tilbakekjøpsprogrammer og kursstabilisering

Etter verdipapirhandelovens bestemmelser gjelder EUs forordning om tilbakekjøpsprogrammer og kursstabilisering som norsk lov. Det er i forordningen gitt regler om hvordan utstedere notert på regulert marked kan kjøpe egne aksjer, og på hvilke vilkår det kan foretas kursstabilisering, uten å havne i konflikt med reglene om markedsmisbruk i verdipapirhandeloven kapittel 3.

Tilbakekjøp av egne aksjer og kursstabiliseringshandler kan rammes av reglene om markedsmanipulasjon og ulovlig innsidehandel. Både tilbakekjøp og kursstabilisering kan medføre at den reelle kursdannelsen i noterte aksjer forrykkes. Personer i et utstederforetak er videre avstengt fra å delta i tilbakekjøp av selskapets aksjer dersom de besitter innsideinformasjon. Forordningen angir når det lovlig kan foretas tilbakekjøp og kursstabiliseringshandler, til tross for at tilbakekjøpene eller kursstabiliseringshandlene i utgangspunktet omfattes av verdipapirhandelovens bestemmelser om misbruk av innsideinformasjon og om markedsmanipulasjon.

Det er vanlig å omtale tilbakekjøpsprogrammer og kursstabiliseringsordninger som dekkes av forordningen, som å være i en "safe harbour". Tilbakekjøp av aksjer og kursstabiliseringshandler som er foretatt utenfor rammene i forordningen er ikke per definisjon ulovlige, men slike handler må vurderes konkret i forhold til reglene om markedsmisbruk. På generelt grunnlag anbefaler børsen stor grad av gjennomlysning dersom avvik fra forordningen vurderes.

I forbindelse med første - og annenhåndsplasseringer (typisk emisjoner og større videresalg av aksjer) kan det avtales kursstabilisering knyttet til plasseringen for det aktuelle finansielle instrumentet. Stabiliseringen gjennomføres normalt av en tilrettelegger (gjerne omtalt som «stabilisation manager») på oppdrag fra utsteder eller selger(ne). I korte trekk medfører stabiliseringen at tilrettelegger gjennomfører et stabiliseringsprogram for å dempe et mulig kursfall på

⁶² Se verdipapirhandeloven § 3-11

det emiterte eller solgte instrumentet på nærmere vilkår for en nærmere bestemt periode. Det stilles strenge vilkår til informasjon om hvordan stabiliseringsprogrammet er lagt opp. Informasjonen skal fremgå av plasseringsprospektet.

Tilbakekjøpsprogrammer innebærer at en utsteder erverver egne utstedte finansielle instrumenter, i første rekke aksjer. Hensikten med å erverve egne aksjer er normalt å redusere utestående kapital, gjennomføre opsjonsprogrammer for ansatte eller konvertering av gjeld til aksjekapital.

Før tilbakekjøp kan skje må fullstendige opplysninger om programmet offentliggjøres. Dette omfatter opplysninger om formålet, det høyeste vederlaget som kan ytes, det høyeste antall aksjer som kan erverves og varigheten av programmet. Etterfølgende endringer må offentliggjøres uten opphold. Det legges til grunn at det må offentliggjøres en egen melding om tilbakekjøpsprogrammet.

Det er Kredittilsynet som har tilsyn med reglene om tilbakekjøpsprogrammer og kursstabilisering. Gitt blant annet Oslo Børs' oppgaver som markedsovervåker og delegasjonen av prospektkontrollen, er det lagt til grunn at børsen har enkelte praktiske funksjoner knyttet til tilbakekjøpsprogrammer og kursstabilisering.

2.3.3 TRS rapportering til Kredittilsynet

Inntil november 2008 skulle verdipapirforetak straks melde til Oslo Børs transaksjoner i finansielle instrumenter børsnotert eller notert på regulert marked i Norge. Dette medførte at alle transaksjoner gjort utenfor Oslo Børs handelssystem, straks ble meldt til børsen. Transaksjoner gjort etter børsens åpningstid ble rapportert innen åpning neste dag.

Etter ny verdipapirhandellov er denne bestemmelsen endret. Selv om det nye regelverket har fjernet rapporteringsplikten til Oslo Børs, må det antas at en betydelig andel av transaksjonene fortsatt vil bli gjort direkte på børsen. I dag går ca 90 % av transaksjonsvolumet i Oslo Børs automatiske handelssystem.

Bestemmelser i ny verdipapirlov endrer arbeidsdelingen mellom Kredittilsynet og Oslo Børs. Mens Oslo Børs har fått en svekket tilgang til transaksjonsdata, er Kredittilsynets datagrunnlag for å ivareta visse tilsynsoppgaver, forbedret.

De nye bestemmelsene medfører at verdipapirforetak som utfører transaksjoner i finansielle instrumenter notert på regulert marked rapporterer slike transaksjoner til Kredittilsynet, så snart som mulig og ikke senere enn ved utgangen av den påfølgende virkedag. Transaksjoner som utføres på børsen rapporteres fortsatt i sanntid til børsen.

Forpliktelsen til å rapportere gjelder som for tidligere rapporteringskrav til Oslo Børs, uavhengig av om transaksjonen skjer via markedsplassen eller ikke. Det nye er altså at rapporteringen skjer til Kredittilsynet og at det i denne sammenheng ikke kreves sanntidsrapportering.

Transaksjoner utført av norske verdipapirforetak som gjelder finansielle instrumenter hvor hovedmarkedsplass for dette instrumentet innen EØS er i et annet EØS-land enn Norge, rapporteres til Kredittilsynet, som igjen oversender rapporten til kompetent myndighet i det aktuelle EØS-land. Kredittilsynet mottar tilsvarende transaksjonsrapportering for finansielle instrumenter omsatt på norske markedsplasser fra andre tilsynsmyndigheter. Tilsvarende rapporteringsplikt gjelder også for filialer av verdipapirforetak fra andre EØS-land etablert i Norge.

Den informasjon som Kredittilsynet mottar i daglig rapportering kan som nevnt ikke benyttes i sanntidsovervåkning av verdipapirmarkedene. Kvaliteten på den sanntidsovervåkning som Oslo Børs

utøver er dermed redusert fordi Oslo Børs ikke lenger mottar informasjon om transaksjoner utført utenfor børs i finansielle instrumenter notert på markedsplassen. Prisbildet på børsen er derved svekket i forhold til tidligere og børsen har ikke lenger samme tilgang til de nevnte data i sine systemer. Etter som prisbildet er svekket, er konsekvensen at børsen i mindre grad enn tidligere kan analysere eller overskue prisdannelsen i markedet. Dersom Oslo Børs imidlertid gis tilgang til transaksjonsrapporteringen, vil nevnte ulemper i noen grad kunne kompenseres for. Problemet vil trolig bli større som et resultat av at konkurrerende handelsplattformer (MHFer) synes å overta en større andel av transaksjonsmengden. I flere land er andelen av transaksjoner som foretas over børsenes handelssystemer sterkt synkende.⁶³

En videre utvikling av et transaksjonsrapporteringssystem til å kunne håndtere sanntidsrapportering til Kredittilsynet ville kreve utvikling av nasjonale tilpasninger. Omfang og kostnader ved slike nasjonale tilpasninger er vanskelig å anslå før utviklingen av nye systemer har kommet lenger. Uansett ville en endring til sanntidsrapportering bli svært ressurskrevende idet den griper inn i mange systemelementer. En slik endring ville blant annet medføre at Kredittilsynet måtte velge ny kommunikasjonsplattform, som i så fall vil avvike fra kommunikasjonsplattformen som skal benyttes mot øvrige EØS-land.

2.4 Operativt tilsyn med infrastrukturen i verdipapirmarkedet

Infrastrukturen i verdipapirmarkedet omfatter regulerte markeder, oppgjørssentraler og verdipapirregistret. Kredittilsynet har tilsyn med følgende regulerte markeder: Oslo Børs, som også omfatter Oslo Aksess (aksjer), Nord Pool (kraftderivater), Imarex (fraktderivater mv.), Fish Pool (fiskederivater) og FishEx (fiskederivater). Kredittilsynet har videre tilsyn med oppgjørssentralene VPS Clearing (finansielle derivater), Nord Pool Clearing og NOS Clearing (de to sistnevnte frakt- og fiskederivater) og VPS.

Det operative tilsynet utføres i hovedsak gjennom stedlige tilsyn. I noen grad gjennomføres det ad hoc-møter, for eksempel i forbindelse med at foretakene informerer om sin etterlevelse av relevante internasjonale standarder utarbeidet av IOSCO, CESR eller bransjeorganisasjoner.

Kredittilsynets tilnærming i det stedlige tilsynet med infrastrukturen er risikobasert, og behovet for å opprettholde tilliten til det norske verdipapirmarkedet anses av vesentlig betydning. Dette innebærer at fokus rettes spesielt mot de ulike foretakstypenes styrings- og kontrollsystemer, herunder deres IT-systemer. Internkontrollforskriften og IKT-forskriften er derfor blant de hjelpemidlene som særlig benyttes i tilsynsarbeidet. Infrastrukturforetakenes IT-systemer er ikke bare kritiske for deres egen virksomhet, men også kritiske for de øvrige aktørene i verdipapirmarkedet, herunder også for investorer og utstedere i markedet. Likeledes er foretakenes evne til å vurdere, styre og kontrollere sine øvrige risikoer av vesentlig betydning for aktørene i verdipapirmarkedet. I tillegg til generelle risikoområder vektlegger Kredittilsynet spesielt tilsynet med ulike risikoer som er spesielle for de forskjellige institusjonstyper. For regulerte markeder vil eksempelvis håndhevelse av reglene for medlemmer og utstedere, samt kvaliteten på og ressursene som brukes til markedsovervåking være av vesentlig betydning. For oppgjørssentraler vil opptakskravene for medlemmer (motparter) og evnen til å fastsette adekvate marginkrav på medlemmenes eksponering, samt kvaliteten på "risk management"-funksjonen være hovedfokusområder. I tilsynet med verdipapirregisteret (VPS) har Kredittilsynet spesielt rettet oppmerksomheten mot kvaliteten på retningslinjer, rutiner og utførelse av de ulike oppgaver i tilknytning til registreringsfunksjonen, kontroll med ulike utviklingsprosjekter og det sentrale verdipapiroppgjøret.

⁶³ I april 08 utgjorde transaksjoner i aksjer på London SE (FTSE 100) kun 63 % av samlet transaksjonsvolum. Tilsvarende tall for Euronext Paris (All CAC 40) var 55 %.

2.5 Regulerte markeders plikter

Så langt er det gitt en oversikt over verdipapirhandelens regler for utstederes, mellommens og investorers opptreden i verdipapirmarkedet og arbeidsfordelingen mellom Kredittilsynet og Oslo Børs for så vidt gjelder kontroll- og oppfølging av disse reglene. I tillegg har regulerte markeder plikter som fremgår av børsloven og børsforskriften som gjelder kontroll med utstederes, mellommens, og investorers opptreden på egen markeds plass.

Børsloven fastslår at regulert marked skal drive sin virksomhet med tilbørlig hensyn til prinsipper om effektivitet, nøytralitet og likebehandling av aktører samt for å sikre at markedet har god gjennomsiktighet og at kursnoteringen gjenspeiler de noterte instrumentenes markedsverdi.⁶⁴

Regulerte markeder skal være innrettet på en slik måte at det påser at utstedere av omsettelige verdipapirer som er tatt opp til handel, oppfyller sine forpliktelser etter verdipapirhandelloven kapittel 5 og 7⁶⁵. Markedet har således en selvstendig plikt til å påse at utsteder offentliggjør den informasjon verdipapirhandelloven krever og at informasjonen offentliggjøres rettidig. Videre har det regulerte marked plikt til å innrette seg slik at det regelmessig påser at vilkårene for opptak til handel er oppfylles⁶⁶. Dersom utsteder ikke lenger tilfredsstiller det regulerte markeds vilkår eller regler eller andre særlige grunner tilsier det kan det regulerte markedet under visse forutsetninger stryke eller suspendere det finansielle instrumentet.

Regulert marked skal videre ha ikke-diskriminerende regler basert på objektive kriterier for medlemskap og tilgang til markedet som blant annet skal sikre at medlemmene har forsvarlig kapital, formålstjenlig organisasjon, tilstrekkelige tekniske systemer og for øvrig anses skikket til å delta i handelen i forhold til de forpliktelser medlemskapet innebærer⁶⁷.

Børsloven og børsforskriften har videre regler om regulerte markeders plikt til å drive markedsovervåkning. Børsloven fastslår at regulert marked skal etablere effektive ordninger og prosedyrer som sikrer regelmessig overvåkning av medlemmers etterlevelse av markedets egne regler. Regulerte markeder skal videre overvåke transaksjoner på markedet med sikte på å avdekke brudd på relevante lover og regler, markedets egne regler og rettsstridige handelsforhold⁶⁸. Markedsovervåkingen skal være organisert slik at den på en tilfredsstillende måte overvåker at utstedere og medlemmer overholder de atferds- opplysnings- og rapporteringsregler som følger av lov, forskrift og de regler og forretningsvilkår som gjelder ved det regulerte markedet. I tillegg skal markedsovervåkingen være organisert slik at overtredelse av markedsmisbruksreglene i verdipapirhandelloven kan avdekkes.⁶⁹

3. Viktige hensyn når fremtidig arbeidsdeling skal fastlegges

3.1 Betydningen av tilsyns- og kontrolloppgaver

I en åpen markedsøkonomi som den norske er verdipapirmarkedets viktigste oppgave å bidra til at kapital kanaliseres dit den kaster mest av seg – og således ”gjør mest nytte for seg”. Verdipapirmarkedet bidrar også til økonomisk vekst ved å legge til rette for at norsk næringsliv,

⁶⁴ Se børsloven § 22 første ledd

⁶⁵ Se børsloven § 24 tredje ledd

⁶⁶ Se børsloven § 24 fjerde ledd

⁶⁷ Se børsloven § 26

⁶⁸ Se børsloven § 27 første ledd

⁶⁹ Se børsforskriften § 18 annet ledd

herunder kommuner og offentlige foretak, i størst mulig grad kan benytte det norske verdipapirmarkedet som en stabil og konkurransedyktig kapitalkilde.

Et velfungerende marked bidrar til å sikre at:

- Utstederne av aksjer, obligasjoner og andre finansielle instrumenter kan hente inn tilstrekkelig kapital, egenkapital eller fremmedkapital, når de har behov for det.
- Kapitalkost er mest mulig markedsriktig sett i forhold til den risiko utsteder representerer.
- Det er størst mulig stabilitet og forutberegnelighet i prisen på kapital (lav volatilitet).

I tillegg til å være finansieringskilde vil markedet representere et viktig alternativ for plassering av kapital i form av finansinvesteringer. En annen viktig funksjon for et verdipapirmarked er å fungere som en prisfastsettingsmekanisme for kapital. Her vil særlig obligasjonsmarkedet spille en viktig rolle og utgjøre en referanse for prising av kapital, med utgangspunkt i markedet for statsobligasjoner. Den effektive rente på statsobligasjoner, med varierende løpetid, danner en såkalt "benchmark" for risikofri rente i norske kroner.

Verdipapirmarkedets oppgaver kan ikke bli løst dersom det ikke til enhver tid er et tilstrekkelig antall aktører som ønsker å utstede, tegne, kjøpe eller selge verdipapirer. En annen forutsetning er at det eksisterer en velfungerende infrastruktur og en konkurransedyktig og velregulert mellommannsfunksjon i form av verdipapirforetak.

Med et åpent felleseuropeisk marked for finansielle tjenester er det sterk og tiltagende konkurranse mellom børser og lokale markeder. Det konkurreres om utstedere av verdipapirer, dvs om å få foretak til å søke børsnotering i det enkelte marked for derigjennom å kunne tilby et bredest mulig spekter av investeringsalternativer. Videre konkurreres det om investorer, særlig større institusjonelle investorer, for å tiltrekke seg mest mulig kapital og likviditet, noe som igjen er viktig for å tiltrekke seg utstedere. I tillegg vil det også være viktig å motivere store og spesielt internasjonale mellommannsforetak, verdipapirforetak, til å etablere seg i det norske markedet, evt som fjernmedlemmer på Oslo Børs. Disse formidler informasjon om markedet og utstederne og initierer investeringer.

En avgjørende forutsetning for at noen vil delta i et verdipapirmarked er at aktørene har *tillit* til markedet. Uten tillit til at markedet fungerer etter forutsigbare og internasjonalt aksepterte normer og retningslinjer, vil risikoen ved å engasjere seg i det aktuelle markedet vurderes som høy og for mange prohibitiv. Går man 15 – 20 år tilbake, ble det norske verdipapirmarkedet ofte møtt med betydelig skepsis fra en del internasjonale investorer og mellommenn. I tillegg foretrakk mange norske foretak å søke børsnotering i London og New York for å være mindre avhengig av det norske verdipapirmarkedet som finansieringskilde. I dag ser man at "nye" markeder i Europa og andre områder møter tilsvarende skepsis, mens det norske markedet lykkes bedre med å få bred internasjonal aksept.

Grunnleggende forutsetninger for å oppnå tillit til et verdipapirmarked er at aktørene vurderer infrastruktur og alminnelig markedsatferd som betryggende, i det minste på nivå med det konkurrerende markeder representerer. Norges forpliktelser etter EØS-avtalen har medført at legal infrastruktur i form av felleseuropeisk regelverk er på plass. Lover og forskrifter revideres løpende i takt med endringer i EU-regelverket. Etter som norsk teknisk infrastruktur i form av oppgjørssystemer, verdipapirregistre samt børs og informasjonssystemer holder en høy standard, vil aktivt tilsyn med atferden i markedet og effektiv håndheving av regelverket kunne bli enda viktigere som konkurranseparametere. Kvaliteten på tilsynet med at reglene i verdipapirmarkedet overholdes er således av stor betydning for markedet. Dette vil gjelde uavhengig av hvem som utfører de konkrete oppgavene.

For utstederne vil markedets evne til å tilføre kapital når utsteder trenger det og til riktig pris være av avgjørende betydning. På det mer praktiske plan vil utsteder være avhengig av en tilfredsstillende servicegrad, herunder god veiledning og dialog med kontrollinstansen. Både prospektkontroll og kontroll med opptak til notering krever utstrakt kontakt mellom utsteder og kontrollinstans. Responstiden er også av avgjørende betydning. Også regnskapskontrollen krever veiledning og utstrakt kontakt med utsteder.

For investorene vil korrekt og tidsriktig informasjon om utstederselskapene være av betydning. Tillit til at den informasjon som tilflyter markedet holder et tilfredsstillende nivå er av avgjørende betydning for markedets tillit og evne til å tiltrekke seg investorer. Her vil utstederne være "leverandører" av informasjonen, mens kontrollinstansenes oppgaver vil være å kontrollere kvalitet og rettidighet. Kontrollinstansens evne til å reagere på useriøse meldinger til markedet og til å påse at de børsnoterte foretakenes periodiske rapportering holder den kvalitet regelverket krever, er av sentral betydning.

Mellommennene er på samme måte som investorene avhengig av at informasjonen til markedet holder tilfredsstillende kvalitet. Dette er nødvendig for at mellommennene skal kunne utføre sine analyse- og rådgivningsoppgaver på en tilfredsstillende måte. Mellommennene er i tillegg avhengig av at kontrollinstansen er i stand til å gi presis og god veiledning om regelverket som setter rammer for handelen.

At det norske markedet oppfattes som betryggende av stadig flere aktører har utvilsomt bidratt til at flere utstedere, investorer og mellommenn har valgt å ta del i dette markedet de senere år. God likviditet og høy tillit vil normalt medføre at investorene i sine prisvurderinger og avkastningskrav vil ha lavere krav til risikokompensasjon. For private og offentlige foretak som henter kapital i det norske markedet har dette de seneste år gitt riktigere og mer forutsigbar prising av kapitalen og bedre stabilitet og kapasitet i markedet for å absorbere kapitalutvidelser og andre større plasseringer.

Det kan hevdes at et verdipapirmarked hvor legal og teknisk infrastruktur er betryggende og hvor det investeres tilstrekkelig med ressurser i effektiv markedsovervåking, tilsyn og kontroll, vil ha bedre forutsetninger for å dekke politiske mål om stabil og kostnadseffektiv finansiering av privat og offentlig virksomhet.

For norske næringsinteresser, private og offentlige, vil det være av interesse å ha en enklest mulig tilgang til kapitalmarkedet. Dette vil i særlig grad gjelde for mindre foretak og prosjekter som ønsker å finansiere sin virksomhet ved å utstede aksjer, obligasjoner eller grunnfondsbevis. Kostnadene knyttet til å gjennomføre emisjoner vil påvirkes av nærheten til markedet. Fravær av språkbarrierer, kjent legal infrastruktur, mindre reise og kommunikasjonskostnader vil medføre at inngangsterskelen til et kapitalmarked vil være lavere. Dette vil i større grad kunne oppnås dersom man kan benytte seg av et lokalt, nasjonalt marked enn om man er henvist til et større internasjonalt marked. Det vil også kunne tenkes at lokale investorer vil ha bedre forutsetninger for å vurdere utstederselskapet enn internasjonale investorer med mindre innblikk lokale norske forhold og næringsstruktur. Mindre og mellomstore foretak vil dessuten kunne være for små til at internasjonale investorer og mellommenn finner dem interessante. Nevnte hensyn vil trekke i retning av å legge til rette for å opprettholde et lokalt marked i form av en nasjonal børs.

Større foretak vil på sin side være mindre avhengig av et nasjonalt marked. For disse vil større internasjonale markeder med høy likviditet både kunne gi lavere kapitalkostnader og sikrere tilgang på kapital i form av kapitalutvidelser.

Samlet sett vil eksistensen av et velfungerende nasjonalt marked i form av en norsk børs være viktig for mindre og mellomstore foretak og etterveksten i norsk næringsliv. Et viktig hensyn vil derfor

være å legge til rette for at Oslo Børs eksistens sikres i tilstrekkelig grad. Børsens autoritet som samfunnsinstitusjon må antas å styrkes ved at den er tillagt offentlige tilsyns- og kontrolloppgaver.

3.2 Interessekonflikter ved utførelse av kontrolloppgaver

Som tidligere nevnt går utviklingen i Europa i retning av at en offentlig tilsynsmyndighet fører tilsyn med verdipapirmarkedet, mens børser og selvregulerende organisasjoner får en stadig mindre rolle i kontrollsammenheng. Dette har sammenheng med at den tradisjonelle strukturen med en dominerende børs i hvert land eller geografisk område er endret og at eksisterende børser i Europa har gått fra å være selveiende stiftelser og medlemsstyrte institusjoner til private selskap med fritt omsettelige aksjer⁷⁰. Omstruktureringen som har skjedd de siste årene reiser nye spørsmål knyttet til interessekonflikter.

Det kan således reises spørsmål om håndhevelse av bestemmelser som er sentrale for tilliten til markedet, bør utøves av en privat institusjon som har et kundeforhold til selskapene som er opptatt til notering. Børsens inntekter vil være knyttet til de ulike aktivitetene på markedsplassen. Antall selskaper, omsetning og noteringsaktivitet vil ha direkte betydning for det økonomiske resultatet. Ressurser benyttet til kontroll- og markedsovervåkning er kostnadselementer og vil på kort sikt måtte vurderes opp mot økonomisk resultat. På den annen side er det en forutsetning for at børsnotering skal fungere som et kvalitetsstempel at kontrollsystemet fungerer godt, og at selskaper som ikke tilfredsstiller de kravene som stilles i lovverket og børsens eget regelverk blir stoppet i kontrollen. At markedsovervåkingen holder høy kvalitet vil ha betydning for børsens konkurransekraft og økonomiske resultat over tid. I en situasjon hvor børsene konkurrerer om utstedere og hvor utstederne også er betydelige eiere, vil det imidlertid kunne oppstå interessekonflikter mellom rollen knyttet til kontroll- og sanksjonering på den ene siden, og på den andre siden rollen knyttet til å ivareta interessene til børsens aksjonærer.

Ett forhold er at fare for at interessekonflikter reelt kan oppstå. Et annet forhold er hvordan interessekonflikter fremstår og vurderes av utenforstående. Det er viktig at kontroll- og tilsynsoppgaver ivaretas på en måte som gjør at tilliten til markedet opprettholdes over tid. Dreiningen mot at tilsynsoppgaver i europeisk sammenheng utføres av en offentlig tilsynsmyndighet reflekterer i betydelig grad tvil om markedsplassenes evne og vilje til å utføre overvåkningsoppgaver på en tilfredsstillende måte. Selv om direktivene i enkelte tilfeller åpner for overføring av oppgaver til regulert marked, synes som tidligere nevnt utviklingen generelt å gå i retning av at tilsynsmyndighetene overtar stadig flere oppgaver. Det kan reises spørsmål om det norske markedet på sikt kan tape tillit, særlig blant utenlandske investorer, dersom oppgaver som i de fleste andre europeiske lang utføres av tilsynsmyndigheten, hos oss utføres av Oslo Børs eller annen privateid markedsplass.

Også på nasjonalt plan vil det kunne oppstå usikkerhet når en av flere private aktører tillegges kontrollansvar. Når det gjelder kontroll med løpende informasjonsplikt, er som kjent Oslo Børs' informasjonsmonopol opphevet. Utsteder skal offentliggjøre informasjon på en effektiv og ikke-diskriminerende måte. Oslo Børs er imidlertid tillagt tilsynet med at utstederselskapene oppfyller informasjonsplikten. Oslo Børs vil således kontrollere børsmeldinger og annen informasjon fra utstederselskapene som legges ut via konkurrerende informasjonskanaler. I en situasjon hvor børsen som et ledd i kontrollarbeidet, vil måtte rette henvendelser til konkurrerende informasjonskanaler for å avklare faktiske forhold, og sanksjonerer overtredelse av bestemmelsene foretatt gjennom konkurrerende kanaler, vil det kunne reises spørsmål ved om det tas utenforliggende hensyn ved kontrollarbeidet. Selv om børsen, ved å legge overvåkningsfunksjonen til en egen organisatorisk enhet, langt på vei vil kunne avhjelpe faren for at utenforliggende hensyn reelt blir tillagt vekt, vil tilliten til at kontrollsystemet fungerer tilfredsstillende, kunne svekkes.

⁷⁰ For en nærmere beskrivelse av denne utviklingen vises det til kapittel 1.

Også innad i Kredittilsynet vil det kunne oppstå interessekonflikter knyttet til utførelsen av ulike tilsynsoppgaver. Gjennom tilsynet med finansinstitusjoner som selv er børsnotert eller som har børsnoterte foretak som kunder, får Kredittilsynet tilgang til taushetsbelagt informasjon som kan være av sentral betydning for kursutviklingen. Gjennom markedstilsynet fører Kredittilsynet kontroll med at foretakene informerer markedet løpende og rettidig om forhold som er av betydning for kursutviklingen. Det vil forekomme situasjoner hvor en ut fra hensynet til markedstilsyn bør kreve offentliggjøring av informasjon som ut fra soliditets- og stabilitetsbetraktninger bør unntas fra offentlighet. Denne typen utfordringer vil et integrert finanstilsyn, som Kredittilsynet, fra tid til annen stå overfor. Det er således utfordringer som Kredittilsynet allerede har møtt og håndtert, selv om det kan medføre vanskelige avveininger.

3.3 Kommunikasjon med andre myndigheter

3.3.1 CESR (Committee of European Securities Regulators)

Et felles europeisk verdipapirmarked forutsetter utstrakt samarbeid mellom tilsynsmyndighetene i EØS-landene. Direktivene på verdipapiriområdet stiller krav om utveksling av informasjon. Samtlige direktiver som er vedtatt de senere årene legger, blant annet av denne grunn, vekt på å bygge opp en sterk kompetent myndighet i hvert land. I fortalet til markedsmisbruksdirektivet kommer dette til uttrykk slik:

«A variety of competent authorities in Member States, having different responsibilities, may create confusion among economic actors. A single competent authority should be designated in each Member State to assume at least final responsibility for supervising compliance with the provisions adopted pursuant to this Directive, as well as international collaboration. Such an authority should be of an administrative nature guaranteeing its independence of economic actors and avoiding conflicts of interest.»

Det legges således til grunn at de ulike lands tilsynsmyndigheter ikke skal måtte forholde seg til flere myndigheter med forskjellige ansvarsområder men skal kunne samarbeide med en overordnet myndighet i hvert land. Spørsmål fra sak til sak, vil således også rettes fra en sentral tilsynsmyndighet til en annen, uavhengig av om oppfølging av det konkrete saksområdet er delegert til et annet organ. I saker hvor Oslo Børs forestår kontrollen må således Kredittilsynet innhente nødvendige opplysninger fra Oslo Børs for å videreformidle informasjonen til utenlandsk tilsynsmyndighet.

Felles europeisk regelverk medfører regelverksharmonisering på tvers av landegrensene. Kredittilsynet samarbeider via CESR for felles gjennomføring av direktivene og deltar i ulike arbeidsgrupper hvor siktemålet er utvikling av felles praktisering av direktivene. Kredittilsynet vil på områder hvor Oslo Børs forestår den daglige oppfølgingen av at regelverket etterleves, få mindre praktisk erfaring med den konkrete gjennomføringen av regelverket. Dette har særlig materialisert seg i tilknytning til arbeidet med utfyllende standarder og anbefalinger (nivå 3) i detaljspørsmål som ikke direkte reguleres i regelverket. Kredittilsynets faktiske mulighet for å gi innspill til regelverksutviklingen som kan være av betydning for det norske markedet, kan dermed bli noe redusert.

Når det gjelder prospektkontrollen, har Kredittilsynet og Oslo Børs møtt sammen i CESRs Prospectus Contact Group. Dette har vært nødvendig fordi det er Oslo Børs som i praksis står overfor alle de tolkingsspørsmål som avklares i ekspertgruppen. CESR har uttrykt skepsis til løsningen. Den er imidlertid i praksis blitt akseptert som en midlertidig ordning.

Tilsvarende problemstilling har i noen grad vært aktuell i tilknytning til utstederes opplysningsplikt. Fremtidig samarbeid om videreutvikling av felles regelverk og standarder for tilbudsplikt må forventes å by på tilsvarende utfordringer. Her har Oslo Børs den løpende oppfølging og bredest kompetanse.

3.4 Effektivitet i kontroll- og tilsynsarbeidet

3.4.1 Faglig kompetanse og arbeidsformer

En forutsetning for å ivareta kontrolloppgavene på en effektiv måte er at kontrollinstansen råder over medarbeidere med tilstrekkelig faglig kompetanse. Evne til å rekruttere og beholde medarbeidere er avgjørende for at til dels kompliserte kontrolloppgaver skal kunne utføres på en tilfredsstillende måte og for at markedet skal ha tillit til dette. Kontrollorganets evne til å tilby konkurransedyktige lønns- og arbeidsvilkår, muligheten for å tilby faglige utfordringer, mulighet for faglig påfyll og størrelsen på fagmiljøet, er forhold som virker inn på evnen til å tiltrekke seg medarbeidere med nødvendig kompetanse og erfaring. Både markedsovervåkingen på Oslo Børs og Kredittilsynet vil være avhengig av å kunne videreutvikle og beholde et kompetansemiljø som er i stand til å utføre kontroll- og tilsynsoppgaver på en betryggende måte.

Tilsynsoppgavene som denne utredningen omfatter stiller strenge krav til kontrollinstansens beslutningsevne. Enkelte kontrolloppgaver, som prospektkontrollen, krever normalt en annen hurtighet i beslutningsprosessen enn de mer tradisjonelle tilsynsoppgavene. Oslo Børs er i dag organisert slik at kravet til hurtighet i beslutningsprosessen ivaretas. For Kredittilsynet vil evnen til å løse nye oppgaver på en faglig forsvarlig måte kreve at man utarbeider arbeidsprosesser og rapporteringsløsninger som i tilstrekkelig grad ivaretar behovet for effektivitet i beslutningsprosessen. Også andre kontrolloppgaver, som kontroll med løpende informasjonsplikt, krever normalt raske avgjørelser, korte rapporteringslinjer og følgelig høy grad av delegering.

I tillegg til ovennevnte fremstår evnen til å holde et tilstrekkelig servicenivå som en forutsetning for at kontrollarbeidet skal fungere effektivt. Kontrolloppgaver knyttet til ”den korrigerende fasen”⁷¹ av løpende informasjonsplikt, vil for eksempel neppe kunne utføres på en tilfredsstillende måte av et tilsynsorgan med vesentlig annen ”oppetid” enn markedsplassen. Evne til å reagere umiddelbart på brudd og til å kunne gi veiledning idet spørsmål oppstår er en forutsetning for at disse oppgavene skal kunne utføres tilfredsstillende.

For prospektkontrollen er som nevnt hurtighet i saksbehandling av avgjørende betydning. Prospektkontroll krever i tillegg at kontrollmyndigheten er i stand til å gi veiledning av høy kvalitet. Oslo Børs driver i dag utstrakt veiledning som et ledd i prospektkontrollen. I praksis forelegges børsen utkast til prospekter, og gir tilbakemelding om mangler før prospektet ferdigstilles. Det er ofte flere omganger med tilbakemeldinger før prospektet ferdigstiles. Veiledning i utarbeidelsesfasen bidrar til at kontrollen glir godt og medfører at det kun unntaksvis er behov for å stoppe et prospekt når det leveres inn til endelig behandling. Denne typen ”rådgivningsoppgaver” er til en viss grad fremmed for Kredittilsynet. Overtagelse av prospektkontrollen og eventuelle andre oppgaver som krever sterk rådgivningsfunksjon vil kreve omstilling og kompetansebygging i organisasjonen.

3.4.2 Kapasitet og virkemidler

En sentral forutsetning for å ivareta kontrolloppgavene på en tilfredsstillende måte er at det til enhver tid er tilstrekkelig kapasitet hos kontrollinstansen. Kontrollinstansen må ha tilgang til ressurser som er tilpasset oppgavens omfang og må ha evne til å holde beredskap for å ivareta oppgaver som kan svinge sterkt med aktiviteten i markedet, som prospektkontroll. Tilførsel av nødvendige ressurser vil være en utfordring uavhengig av hvem som utfører oppgaven.

⁷¹ Se nærmere pkt 2.1.4

Kapasitet dreier seg ikke bare om personellmessige ressurser. I tillegg kreves nødvendig infrastruktur. Børsen har gjennom de senere årene utviklet overvåknings- og analyseverktøy som det tar tid og ressurser å bygge opp. Kredittilsynet har pr. i dag ikke samme tilgang til slike systemer.

En annen forutsetning for å lykkes er at kontrollinstansen har tilstrekkelige hjemler til å utføre oppgaven på en effektiv måte. Endringene i verdipapirlovgivningen medfører at Oslo Børs vil kunne få svekkede muligheter til å utføre enkelte kontrolloppgaver. Børsens enerett til å formidle informasjon til markedet er som nevnt erstattet med en regel om at utstederselskapene skal offentliggjøre informasjonspliktige opplysninger på en ikke-diskriminerende måte. Handel som foregår utenfor børsens handelssystemer rapporteres ikke lengre til Oslo Børs. TRS regelverket medfører at Kredittilsynet skal være mottager av handelsinformasjon. Fremveksten av MHF'er medfører som nevnt at deler av omsetningen i børsnoterte finansielle instrumenter vil foregå på andre handelsplattformer. Det kan reises spørsmål om Oslo Børs innenfor dette regimet har tilstrekkelige hjemler til å foreta fullgode undersøkelser idet markedsplassen kun har hjemmel til å pålegge børsmedlemmer og de noterte selskapene opplysningsplikt. Markedsplassen har heller ikke det internasjonale nettverket som Kredittilsynet har for å innhente opplysninger fra utlandet. På den annen side har Oslo Børs en nærhet til markedet som det kan være vanskelig for en rendyrket kontrollinstans å opparbeide, og vil antagelig kunne "ta pulsen på handelen" i større grad enn et rendyrket tilsynsorgan. Markedsovervåkingen på Oslo Børs overvåker handelen kontinuerlig og vil gjennom dette arbeidet avdekke handelsmønstre som kan indikere regelbrudd.

3.4.3 Mulighet for unødig duplisering av oppgaver

At Oslo Børs og Kredittilsynet er tillagt kontrolloppgaver knyttet til ulike sider av samme regelverk medfører fra tid til annen fare for at tilsynet samlet sett blir mindre effektivt. For det første medfører en slik arbeidsdeling fare for at det utføres unødig dobbeltarbeid.

Det kan også være andre koordineringsutfordringer knyttet til at flere organer har kontrollfunksjoner knyttet til ulike sider av samme regelverk. Det kan i gitte situasjoner være uheldig at to instanser foretar parallelle undersøkelser av de samme faktiske forhold for hvert sitt formål. Det vil påføre utstedere og verdipapirforetak et merarbeid å måtte gi opplysninger til både markedsplassen og Kredittilsynet om samme faktiske forhold. Videre kan det bidra til å undergrave myndighetens autoritet dersom instansene vurderer regelverket forskjellig. For eksempel er begrepet "innsideinformasjon" et koblingsord for både utløsningen av utstederselskapenes informasjonsplikt til markedet og forbudet mot misbruk av innsideinformasjon. På den annen side kan den interaksjon og de brytninger et samarbeid mellom ulike kontrollmiljøer medfører bidra til at den samlede kvaliteten på arbeidet heves. Ikke minst vil mulighetene for å drøfte innholdet av rettslige standarder i regelverket kunne være nyttig. Hva som kan regnes som akseptert markedspraksis, for eksempel knyttet til market making og markedsstabiliseringstiltak, vil naturlig falle inn under dette.

Oslo Børs har en lovpålagt plikt til å gjennomføre markedsobservasjon. I børsforskriften § 18 annet ledd fremgår at:

"Markedsovervåkingen skal være organisert slik at den på en tilfredsstillende måte overvåker at utstedere og medlemmer overholder de atferds-, opplysnings- og rapporteringsregler som følger av lov, forskrift og de regler og forretningsvilkår som gjelder ved det regulerte markedet. I tillegg skal markedsovervåkingen være organisert slik at overtredelse av verdipapirhandeloven § 3-3, 3-4, 3-7, 3-8 og 3-9 ved handel i finansielle instrumenter opptatt til notering kan avdekkes."

Å flytte kontrolloppgaver fra Oslo Børs til Kredittilsynet medfører ikke nødvendigvis at dobbeltarbeid forhindres. At børsen utfører kontrolloppgaver hvor nærhet til markedet og utnyttelse av de systemer og den spesialkompetansen som finnes på Oslo Børs kan bidra til effektiv utnyttelse

av de samlede ressurser. Arbeidsdelingen må imidlertid være slik at ansvarslinjene er klare. Samarbeidsavtalen mellom Børsen og Kredittilsynet er et verktøy for å oppnå dette formålet.

3.5 Synergieffekter

Enkelte oppgaver må på noe sikt overføres til Kredittilsynet. Dette gjelder som tidligere nevnt i første rekke prospektkontrollen. Overføring av prospektkontrollen medfører pr. definisjon at Kredittilsynet må bygge opp kompetanse som i dag primært finnes på Oslo Børs. Kredittilsynet utfører allerede regnskapskontroll. Regnskapstilsynet med de børsnoterte utstederforetakene er et kontaktpunkt direkte mot utstederforetakene og det er kontaktpersoner på høyt nivå mellom foretakene og Kredittilsynet. Det er opparbeidet kompetanse på flere fagområder som går utover de tradisjonelle fagområdene på bank og forsikring. Dette er bransjekunnskap på områder som f. eks kraft, olje, fisk, shipping og programvare som vil kunne være av betydning i forbindelse med prospektkontrollen, både når det gjelder de faglige vurderingene og kommunikasjonen med utstederen. Regnskapstilsynet har organisert faggrupper etter de bransjer som er sterkt representert på Oslo Børs.

Det kan også tenkes at det er samordningsgevinster basert på ulike sykler for den finansielle rapporteringen og prospekter. Det vil selvsagt alltid være en avveining mellom riktig mengde av de to oppgavene, men en kan tenke seg at det kan kontrolleres færre regnskaper og flere prospekt i tider med stor aktivitet i markedet og omvendt. Det må selvsagt være slik at det kontrolleres et minimum av regnskap hvert år for å unngå at regnskapskontrollen blir å anse som en salderingspost.

Når fremtidig arbeidsdeling skal fastlegges vil mulighet for integrasjon mellom ulike oppgaver måtte vektlegges. At medarbeidere kan benyttes til flere typer oppgaver gir fleksibilitet i organisasjonen og mulighet for bedre kapasitetsutnyttelse. Slike løsninger kan også bidra til å utvikle et større og følgelig mer attraktivt fagmiljø. Større fagmiljøer med fleksibilitet i utnyttelsen av den enkelte medarbeider, vil videre være mer robuste for ytre påvirkning som fravær og turnover. For prospektkontrollen vil intensiteten i arbeidet variere med aktiviteten i markedet.

3.6 Hensynet til kontrollmiljøet ved Oslo Børs

At markedsovervåkingen på Oslo Børs utfører et antall kontrolloppgaver kan bidra til at markedsovervåkingen opprettholder en sterk stilling og solid kompetanse. På samme måte som Kredittilsynet, er Oslo Børs avhengig av å opprettholde et fagmiljø av en viss størrelse dersom oppgaver knyttet til markedsovervåking skal kunne utføres på en tilfredsstillende måte. At børsen utfører enkelte oppgaver av mer "offentlig" karakter bidrar trolig til at overvåkningsmiljøet opprettholder sin kvalitet.

At både Kredittilsynet og Oslo Børs utfører kontrolloppgaver i markedet medfører også at et nært samarbeid må finne sted. I rapport om samarbeid mellom Oslo Børs, Kredittilsynet og Økokrim av 22. juni 2007 legges det til grunn at et nært samarbeid mellom alle tre institusjoner bidrar til å avdekke og forfølge regelbrudd i verdipapirmarkedet på en effektiv måte. Det er ikke gitt at et slikt nært samarbeid vil opprettholdes over tid dersom tilknytningspunktene som ligger i forvaltning av felles regelverk blir færre. Det kan således reises spørsmål ved om det samarbeidet som pr. i dag er utviklet mellom Oslo Børs, Kredittilsynet og Økokrim samlet vil kunne bli mindre slagkraftig dersom børsens rolle som kontrollinstans svekkes. I rapport om samarbeid mellom Oslo Børs, Kredittilsynet og Økokrim er det lagt til grunn at den arbeidsfordeling som foreligger for så vidt gjelder markedsmisbruksreglene fungerer tilfredsstillende. Det legges videre opp til at den samarbeidsavtalen som foreligger mellom Kredittilsynet og Oslo Børs skal videreføres, men justeres i lys av nytt lovverk.

3.7 Fremveksten av nye markedsplasser

Den nye verdipapirhandelloven vil trolig medføre nye handelsmønstre i verdipapirmarkedet. Som beskrevet i kapittel 1 og under pkt 2.3.5 ser vi allerede nå fremveksten av MHF'er som vil ta opp de mest likvide aksjene notert på Oslo Børs til notering. MHF'ene vil således være i direkte konkurranse med børsene når det gjelder å gjennomføre transaksjoner. Som et resultat av dette ser man som nevnt under 2.3.5 at andelen av den samlede transaksjonsmengden i Europa som gjennomføres over børs, er synkende. Ettersom den delen av markedsaktiviteten som børsen har direkte berøring med, synker vil også børsens muligheter for å utøve markedskontroll synke.

At Oslo Børs er tillagt kontrolloppgaver kan i gitte situasjoner medføre at det reises spørsmål om likebehandling av markedsplassene. I den grad kontrollopgaven medfører at det foretas undersøkelser hos øvrige markedsplasser kan dette i seg selv reise likebehandlingsspørsmål. Spørsmålet om likebehandling med hensyn til tilgang på informasjon kommer opp ved vurderingen av om Oslo Børs skal få tilgang til TRS dataene. Kontroll- og sanksjonering innebærer også at kontrollinstansen legger premisser for praktisering av regelverket. At én av flere markedsplasser tillegges en slik rolle kan reise likebehandlingsspørsmål.

3.8 Ansvarsforhold ved feil

Ved tilsynsvirksomhet som ved annen virksomhet, vil det kunne gjøres gale vurderinger som kan medføre erstatningskrav fra berørte parter. Kredittilsynet har så langt ikke vært saksøkt med krav om erstatning som følge av utøvelsen av tilsynsvirksomheten.

Enkelte tilsynsoppgaver knyttet til verdipapirmarkedet vil være mer utsatt for erstatningskrav enn oppgaver knyttet til det løpende tilsynet med institusjonene. SeaDrill Limiteds søksmål mot Oslo Børs er et eksempel.

Erstatningskrav knyttet til utførelsen av regnskapskontrollen vil også kunne være aktuelt. Arbeidsgruppen antar at ikke det samme gjelder prospektkontrollen, hvor det klart skal fremgå hvem i selskapet som er ansvarlig for opplysningene i prospektet. Heller ikke tilsynet med de "ordinære" adferdsreglene i verdipapirhandelloven kapittel 2 og 3 antas å ha potensiale for erstatningskrav.

Ved tilsynsoppgaver som kan generere erstatningskrav, kan det argumenteres for at tilsynet bør tilligge en institusjon med begrenset kapital. En slik argumentasjon bygger ikke på at staten ikke skal gjøre opp for sine "feil" men at søksmålsvilligheten og erstatningskravene kan være større i forhold til staten med "ubegrenset" kapital. Det vises i denne sammenheng til at FSA har lovbestemt immunitet mot søksmål, jf punkt 4.2.1.

4. Hvordan har andre europeiske land innrettet arbeidsfordelingen

4.1 Danmark

4.1.1 Organisering av markedsovervåkingen i Finanstilsynet

Markedsovervåkingen i Finanstilsynet er samlet i en seksjon, Børskontoret. Børskontoret følger opp dansk verdipapirhandellov, som i det alt vesentlige gjennomfører rapporteringsdirektivet og Direktiv om Markedsmisbruk. Børskontoret har følgelig ansvar for oppfølging av markedsmisbruksreglene, regler om løpende rapportering, samt flagge- og meldepliktregler. I tillegg har Børskontoret ansvar

for prospektkontrollen og tilbudspliktsregelverket. Endelig fører Børskontoret tilsyn med regulerte markeder. Kontoret har for tiden 17 medarbeidere.

4.1.2 Prospektkontrollen

Prospektkontrollen ble overtatt av Finanstilsynet som følge av vedtagelse av prospektdirektivet. At børsen gikk fra å være et ”halvoffentlig” organ med sterkt fokus på kontroll til et privateid aksjeselskap var en medvirkende årsak. Det ble ansett problematisk at et privat selskap utførte myndighetsoppgaver. Tidsplanen for overtakelse var delvis påvirket av enkeltsaker som foranlediget spørsmål knyttet til børsens utførelse av kontrolloppgaver. Det samme gjelder for øvrig for overtakelse av andre kontrolloppgaver som kontroll med løpende rapportering og med reglene om overtagelsestilbud.

Alle prospekter kontrolleres av Børskontoret. Dette gjelder både prospekter for emisjoner av egenkapital og fremmedkapital og børsnotering av nye selskaper. Det er store svingninger i antall prospekt til behandling, både fra år til år og innen hvert år. I 2006 ble 63 prospekter godkjent, i 2007 ble 88 godkjent, mens det i første kvartal i 2008 er godkjent 12 prospekter. Ca 4000 timer gikk med til prospektkontroll i 2007, i snitt 45 timer pr. prospekt. Prospektkontrollen bruker også betydelige ressurser på spørsmål om prospektplikt foreligger.

Pr. i dag arbeider fem medarbeidere i Børskontoret med prospektkontroll hvorav en er økonom og de øvrige er jurister. Bemanningen er gradvis økt i takt med behovet. Ingen medarbeidere fulgte med fra børsen når prospektkontrollen ble overtatt. Kontrollen er sjekklisterbasert, det vil si at det føres kontroll med at all informasjon foreligger, men at det i utgangspunktet ikke sjekkes om informasjonen er korrekt. I den grad Børskontoret blir oppmerksom på irregulareteter spør de imidlertid utsteder om slike forhold.

I tillegg bistår kontor for finansiell rapportering (regnskapsavdeling med ansvar for finansiell rapportering, sekretariat for fondsrådet og regelverksutvikling for foretak under tilsyn) med spørsmål knyttet til den finansielle rapporteringen. Det kan dreie seg om spørsmål i to retninger. For det første har en del utstedere komplekse regnskaper. Børskontoret kan i slike tilfelle trenge bistand til å vurdere hvilke regnskap og tilleggsopplysninger av finansiell art som skal med i prospektet. For det annet foretar kontor for finansiell rapportering reell regnskapskontroll på stikkprøvebasis for seks til åtte prospekter i året. De velger ut selskaper etter en risikobasert tilnærming og prioriterer nye selskaper, selskaper som har fått pålegg i forbindelse med årsrapport eller selskaper som de ut fra alminnelig kjennskap til markedet mener det er særlig grunn til å se på. Til tross for at kontor for finansiell rapportering i utgangspunktet arbeider med regnskapskontroll for foretak under tilsyn, utfører kontoret altså IFSR-kontroll på stikkprøvebases også for selskaper fra andre sektorer. Anslagsvis medgår ett årsverk i kontoret til bistand i forbindelse med prospektkontroll.

Hvert prospekt gjennomgås av to saksbehandlere, men hver sak har en egen primærkontaktperson. Den enkelte saksbehandler har underskriftskompetanse. Prinsipielle saker skal forelegges Fondsrådet (om rådets funksjon og sammensetning se senere). Ofte er dette saker vedrørende spørsmål om prospektplikt foreligger.

Prospektet skal være godkjent innen 20 dager for nye selskap/papirer, ellers er fristen 10 dager. Fristen løper fra den dag alle opplysninger er mottatt. Det er utstrakt kontakt mellom prospektkontrollen og utsteder forut for ferdigstilling av prospektet. Første gang Børskontoret mottar henvendelse vedrørende et prospekt utarbeider de i fellesskap med utsteder en tidsplan for gjennomføring av kontrollen. Bakgrunnen for dette er at utsteder ofte ønsker å tilby verdipapirene i tilknytning til bestemte selskaphendelser, eller i en bestemt periode. En tidsplan basert på en realistisk vurdering av utkastets beskaffenhet gir utsteder og Børskontoret mulighet for å få til en god prosess.

Finanstilsynet tar et gebyr på DK 28.000 for utførelse av prospektkontroll for prospekter over 100.000 EURO. For prospekter under dette beløpet tas det ikke gebyr.

Forholdet til reglene om opptak til notering

Når et prospekt er godkjent kan verdipapirene tilbys offentligheten/ tas opp til handel på regulert marked. Det er imidlertid ikke tatt stilling til om kravene som følger av regelverket for opptak til notering/handel er oppfylt. Godkjenning av prospektet er dermed en nødvendig, men ikke tilstrekkelig betingelse for opptak til notering. Regelverket for opptak til notering/handel finnes i "betingelsesbekentgjøringen". Det er børsen og de regulerte markedene som avgjør om verdipapirene kan tas opp til handel på det aktuelle regulerte markedet, det vil si oppfyller kravene i "betingelsesbekentgjøringen". Regelverket stiller krav om at utsteder og de aktuelle verdipapirer skal oppfylle visse formelle krav. Kravene er som nevnt av formell art og etter Finanstilsynets oppfatning er de regulerte markedene nærmest til å vurdere om en utsteder egner seg for notering.

Utsteder er selv ansvarlig for å kontakte det regulerte markedet og kan sende utkast til prospekt til det regulerte markedet samtidig med at det sendes til Finanstilsynet. Søknad om opptak til notering avgjøres imidlertid etter at prospektet er godkjent. Før Finanstilsynet godkjenner prospektet tar de kontakt med det aktuelle regulerte marked for å høre om de har noe å bemerke. Finanstilsynet meddeler det regulerte markedet at prospektet er godkjent.

4.1.3 Markedsovervåkning

Børskontoret har delt medarbeiderne som arbeider med markedsovervåkning i to team. Tre til fire personer har ansvar for arbeidet med løpende informasjonsplikt, rettidighet av regnskapsinformasjon, melde- og flaggepliktrekler samt arbeidet med overtagelsestilbud. Seks medarbeidere arbeider med markedsmisbruksregelverket.

Samtidig har de regulerte markedene plikt til å overvåke at utstederne oppfyller sine forpliktelser etter verdipapirhandeloven og handelen på det regulerte markedet, herunder rettidighet av regnskapsinformasjonen. Regulerte markeder har plikt til å underrette Finanstilsynet om mulige overtredelser av lover og forskrifter. OMX (børsen) har duplisert lovgivningen i sitt interne regelverk, herunder en rekke sanksjonsbestemmelser. Regelverket godkjennes ikke av Finanstilsynet.

Dette innebærer at både børsen og Finanstilsynet har oppfølging av reglene om løpende informasjonsplikt. Finanstilsynet og OMX har inngått avtale om "arbeidsflyt". Avtalen innebærer at børsen varsler Finanstilsynet dersom de tar kontakt med utsteder om mulige overtredelser. Deretter beslutter Finanstilsynet hva de vil gjøre i saken. Normalt avventer Finanstilsynet saken til børsen har avsluttet sine undersøkelser. I den grad Finanstilsynet velger å igangsette arbeid straks har imidlertid ikke børsen noen plikt til å stanse sine undersøkelser. Det vil si at Finanstilsynet og børsen vil kunne gjøre parallelle undersøkelser. Børsen ut fra sitt interne regelverk, og Finanstilsynet på bakgrunn av offentligrettslig regulering. Børsen sanksjonerer brudd ut fra sitt interne regelverk, mens Finanstilsynet sanksjonerer etter lovverket. Dette blir ikke ansett problematisk idet børsens sanksjoner er basert på internt regelverk, og er av privatrettslig/avtalerettslig karakter. Børsen underretter Finanstilsynet om sanksjonering de har foretatt etter eget regelverk. I den grad Finanstilsynet tar opp saker av eget tiltak tar de kontakt med OMX for å avklare om de allerede ser på saken. Dersom dette er tilfelle vil de normalt avvente børsens behandling. Finanstilsynet underretter børsen om sin saksbehandling i den grad det er mulig ut fra regler om taushetsplikt mv.

For så vidt gjelder flaggeregelverket er Finanstilsynet oppbevaringsmekanisme for meldinger. Finanstilsynet opplyste om at de oppfatter flaggeregelverket som et vanskelig område å føre aktivt tilsyn med. De mottar imidlertid henvendelser om flaggeplikt foreliggende. Det legges for øvrig til

grunn at markedet selv ville følge med på bevegelser fra primærinnsidere og aksjonærer med større poster. Finanstilsynets tilsynsfilosofi på dette området er at de foretar stikkprøvekontroller ved behov. For meldeplikt oppstår samme problem med å føre aktivt tilsyn.

Finanstilsynet har ansvar for oppfølging av regelverket om overtagelsestilbud. Børsen har ingen rolle i dette. Sakene inneholder ofte både prinsipielle og vanskelige spørsmål, særlig knyttet til om tilbudsplikt foreligger og spørsmål om riktig pris. Sakene er arbeidskrevende og må behandles innen stramme tidsfrister. Idet saker av prinsipiell karakter skal forelegges Fondsrådet kan dette by på problemer. Finanstilsynet løser dette så godt de kan ved å innkalle til ekstraordinære møter eller telefonmøter.

Som nevnt har børskontoret et team på seks personer som overvåker overholdelsen av markedsmisbruksregelverket. Børsen overvåker imidlertid handel på markedsplassen og mottar i tillegg i stort omfang data for handler som ikke er inngått i børsens systemer. Børsen mottar imidlertid ikke TRS rapporteringen. Børsen står for en stor del av de meldingene Finanstilsynet mottar om mulig markedsmisbruk og genererer flertallet av de saker Finanstilsynet tar opp til undersøkelser. Finanstilsynet er i ferd med å utvikle et eget overvåkningssystem med alarmfunksjonalitet og analyseverktøy med tanke på å avdekke innsidehandel og markedsmanipulasjon i større grad enn de gjør i dag.

4.1.4 Særskilt om IFRS kontroll for børsnoterte utstedere som ikke er under tilsyn

Selskaps- og Erhvervstyrelsen er et offentlig organ som ligger utenfor Finanstilsynet. Selskaps- og Erhvervstyrelsen er, for de foretak som ikke er under tilsyn av Finanstilsynet, sekretariat for regnskapskontrollen med de børsnoterte foretakene. Kontoret kan sammenlignes med Brønnøysundsregisteret, men med utvidet ansvarsområde. Styrelsen har ingen rolle i forbindelse med den finansielle rapporteringen eller annen finansiell informasjon i prospekter, da dette arbeidet utføres hos Finanstilsynet. Det er likevel et samarbeid mellom de to regnskapskontorer slik at saker/signaler hos Selskaps- og Erhvervstyrelsen også vil kunne bidra til den risikobaserte stikkprøveutvelgelsen i Finanstilsynet.

4.1.5 Særskilt om Fondsrådet

Fondsrådet er nedsatt i medhold av lov om verdipapirhandel og er overordnet, uavhengig myndighet. Fondsrådet treffer avgjørelser i saker av prinsipiell karakter eller av vidtgående betydning for aktørene i verdipapirmarkedet. Rådet består av 14 medlemmer hvorav syv er uavhengige representanter og syv er bransjerepresentanter. Rådet fører også regnskapskontroll med børsnoterte foretak. (I praksis utføres arbeidet i henholdsvis Regnskapskontoret i Finanstilsynet og i Selskaps- og Erhvervsstyrelsen før sakene forelegges fondsrådet). I tillegg rådgir Fondsrådet Finanstilsynet i forbindelse med regelverksutvikling og gir råd til Finanstilsynet i saker om ”god verdipapirskikk”. Endelig bistår Fondsrådet Finanstilsynet med deres informasjonsvirksomhet.

4.2 Sverige

4.2.1 Organisering av markedsovervåkingen i Finansinspektionen

Markedsovervåkingen i Sverige inneholder en rekke enheter som ikke fremkommer på noe organisasjonskart. I denne utredningen behandles kun de enheter/arbeidsoppgaver som er av betydning for utredningen her.

4.2.2 Prospektkontroll

Prospektkontrollen utføres i en egen enhet bestående av 5 1/2 medarbeider fordelt på jurister og økonomer. Enheten utfører kontroll av alle prospekter som i henhold til svensk rett skal følge

regelverket som gjennomfører prospektdirektivet. I Sverige kontrolleres alle prospekter over 1 million EURO etter regelverket som gjennomfører prospektdirektivet. I motsetning til de øvrige nordiske landene har Sverige således benyttet adgangen til å sette en lavere beløpsgrense enn prospektdirektivets grense på 2.5 millioner EURO for hvilke prospekter som omfattes av dette regelverket. Dette innebærer at Finansinspektionen gjennomfører kontroll med en rekke prospekter som hos oss går til Brønnøysund for registrering. I 2007 ble 227 prospekter kontrollert av Finansinspektionen. Til nå i 2008 er 98 prospekter kontrollert. Det anslås at ca 30 timer går med til å kontrollere et prospekt. I tillegg til selve kontrollen, opplyster Finansinspektionen om at det tar betydelig tid å svare på henvendelser vedrørende tolkning av prospektregelverket.

Finansinspektionen opplyser om at de i perioder med svært mange prospekter til behandling har trukket på ressursene i rettsavdelingen, som er en juristenhet/sentralisert autorisasjons- og sanksjonsenhet. Dette har imidlertid ikke vært noen god løsning fordi mye tid går med til opplæring i hektiske perioder. De har også laget et system de kaller "fritidsgranskning" da Finansinspektionen ikke har overtidsbetaling.

Det er ingen revisorer knyttet til prospektkontrollen og regnskapskontrollen med utstederforetakene utføres av børsen. Finansinspektionen fremholder at de personene som arbeider med prospektkontroll opparbeider seg erfaring også i forhold til kontroll med komplisert finansiell informasjon. Det hender imidlertid at prospektenheten rådfører seg med enheten som utfører regnskapskontroll for foretak under tilsyn. Denne enheten er også kompetent myndighet for børsens regnskapskontroll. Prospektkontrollen er sjekklistebasert og det opplyses om at det foretas en grundig formalkontroll av alle prospekter. Dette innebærer at det foretas kontroll av om alle opplysninger er til stede, uten at det gjøres noen vurdering av innholdet. Dersom prospektenheten kommer over forhold i prospektet de mener må være misvisende, tar de imidlertid dette opp med utsteder. Innholdet i kontrollen kommuniseres tydelig fra Finansinspektionen og de mener at det på denne måten skapes klarhet med hensyn til hvilke forventninger markedet har til kontrollen som blir foretatt.

Hvert prospekt gjennomgås av en saksbehandler, som også har underskriftskompetanse. Prospektene skal være godkjent innen 20 dager for nye selskaper/papirer, ellers er fristen 10 dager.

Finansinspektionen krever at prospektet skal være fullstendig før arbeidet startes. Dette innebærer at Finansinspektionen sender tilbake prospekter som er svært mangelfulle og ber om at kvaliteten på innsendt materiale forbedres før Finansinspektionen starter arbeidet. Gebyret for kontrollen skal også være mottatt. Det ble opplyst om at kravet til fullstendighet er blitt skjerpet etter hvert som det viste seg at Finansinspektionen i praksis hadde betydelig arbeid med å lage mangellister eller kreve forbedringer i innsendt materiale. Finansinspektionen har på denne måten tydeliggjort at de ikke har til hensikt å gjøre arbeid tilrettelegger burde gjort før innsendelse. Dette har i sin tur ført til at kvaliteten på innsendte prospekter har blitt bedre. Når fullstendig prospekt er mottatt starter arbeidet med prospektet umiddelbart. Finansinspektionen meddeler utsteder hvilke endringer som må gjøres og det avholdes møter dersom utsteder ber om det. Når et prospekt først er tatt til behandling gjennomføres behandlingen innen fastsatte frister, selv om utsteder må ettersende materiale eller rette opp forhold i det opprinnelige prospektet.

Forholdet til noteringskontrollen

Det er børsen som kontrollerer at vilkårene for opptak til notering er til stede. I tilfeller der prospektet gjelder børsintroduksjon samarbeider børsen og Finansinspektionen om prospektkontroll/noteringskontroll. Det avtales en plan for gjennomføring av kontrollen og det utveksles informasjon underveis i prosessen. Finansiell informasjon i prospektet gjennomgås i slike tilfeller av regnskapskontrollen, som i Sverige ligger på børsen. Søknad om opptak til notering avgjøres etter at prospektet er godkjent. Finansinspektionen meddeler børsen at prospektet er godkjent.

Tilsyn med overholdelsen prospektregelverket

Finansinspektionen opplyste om at de driver tilsyn med at prospektregelverket etterleves. Dette innebærer at Finansinspektionen følger med på om noen tilbyr finansielle instrumenter uten at det foreligger prospekt når prospektplikt foreligger. Tilsynet føres ved at Finansinspektionen følger med i aviser, på internett og mottar tips om ulovlig utbud fra publikum og børsen. Det ble anslått at 20 % av tiden i enheten som utøver prospektkontroll bør gå med til denne virksomheten. I perioder med mange prospekter vil imidlertid aktiviteten være mindre omfattende.

Finansinspektionen tar gebyr på mellom 17 000 SEK og 35 000 SEK for behandling av prospekter. Gebyrene er satt slik at de forutsetningsvis skal dekke utgiftene til prospektkontroll.

Prospektkontrollen finansieres i forkant ved hjelp av anslag over antatte utgifter som bevilges over statsbudsjettet. For øvrig utlignes arbeid knyttet til børsnoterte foretak på foretakene som er under tilsyn (det finansielle tilsynet). Det ble opplyst at det var en del motstand mot denne ordningen. I denne sammenheng bemerkes at Finansinspektionen ikke utøver regnskapskontroll.

Tilbudsplikt

I tillegg til ovennevnte er Finansinspektionens arbeid med tilbudspliktsregelverket lagt til enheten som utøver prospektkontroll. Arbeidet knyttet til tilbudsplikt er imidlertid lagt opp etter et komplisert system hvor både Finansinspektionen, Aktiemarknadsnemnden og børsen er tillagt oppgaver.

Finansinspektionen fører tilsyn med og avgjør om tilbudsplikt foreligger, budgivers plikter, informasjon til ansatte og forsvarshandlinger. Børsen overvåker etterlevelsen av sine egne tilbudspliktregler og tar stilling til prisen, mens Aktiemarknadsnemnden tar stilling til tolkning av regelverket og dispensasjonssøknader. Finansinspektionen opplyser om at løsningen er historisk betinget og anbefaler ikke løsningen.

4.2.3. Markedsmisbruk

Arbeidet med markedsovervåkning er samlet i en egen enhet i avdelingen for markedsovervåkning. Enheten fører tilsyn med reglene om melde- og flaggeplikt, listeføringsplikten markedsmisbruksreglene, løpende rapportering og markedsmisbruksreglene. Enheten mottar transaksjonsrapportering.

Finansinspektionen opplyste om at børsen fører kontroll med at reglene om løpende informasjonsplikt overholdes. Børsen sanksjonerer også overtredelser. Børsen melder imidlertid brudd på regelverket til Finansinspektionen. Slike meldinger kan Finansinspektionen nytte seg i sitt øvrige arbeid med markedsmisbruk.

For så vidt gjelder arbeidet knyttet til markedsmisbruk ble det opplyst om at Finansinspektionen undersøker saker av eget tiltak, mottar tips fra publikum og aviser samt fra børsen. I saker som Finansinspektionen mottar fra børsen har de imidlertid en ren "postkassefunksjon". Disse sakene sender Finansinspektionen videre til Ecobrottsmyndigheten, uten nærmere vurdering eller undersøkelser. Også saker som Finansinspektionen undersøker av eget tiltak sendes til Ecobrottsmyndigheten uten noen grundig etterforskning og på lav grad av mistanke.

I motsetning til de øvrige landene undersøkelsen omfatter opplyser Finansinspektionen om at de legger vekt på å føre tilsyn med at flaggeregelverket overholdes. De opplyste om at de opplever at flaggepliktige i stor grad prøver å omgå flaggereglene.

Finansinspektionen opplyste om at de regner seg blant de land som har delegert relativt mange overvåknings- og kontrolloppgaver til børsen. Det ble imidlertid opplyst om at Finansinspektionen opplever at børsen gjennom de seneste årene legger mindre vekt på kontrolloppgavene og har mindre "lyst på" disse oppgavene. Finansinspektionen fremholder at dette antagelig har sammenheng med at de har fått eiere som er fremmed for denne rollefordelingen mellom tilsyn og børs og som er vant til å

legge utelukkende foretningmessige vurderinger til grunn for drift av virksomheten. Finansinspektionen har på denne bakgrunn startet en dialog med Finansdepartementet med tanke på å vurdere overføring av oppgaver. Dette gjelder bla. noteringskontroll, kontroll med løpende informasjonsplikt og kontroll med tilbudsplikten.

4.2.3 Regnskapskontrollen

Regnskapskontrollen av børsnoterte foretak er i svensk lovgivning delegert til børsen. Finansinspektionen er imidlertid kompetent myndighet og fører i den anledning tilsyn med at børsen utøver kontrollen på en tilfredsstillende måte. Dette tilsynet utøves av regnskapsenheten og er bemannet med to personer. For foretak under tilsyn utfører Finansinspektionen regnskapskontroll. Dette innebærer at både Finansinspektionen og børsen fører regnskapskontroll når foretaket er børsnotert. Enheten har også ansvar for regnskapsregelverket for bank og forsikring for institusjoner som ikke er notert.

4.3 Finland

4.3.1 Organiseringen av markedsovervåkingen i Finsk FSA

Markedsovervåkingen i finsk FSA (heretter FIN-FSA) er samlet i avdeling for markedstilsyn. Avdelingen er delt i tre byråer, eller seksjoner. En seksjon, "Markets", har ansvar for børsnoterte foretaks løpende informasjonsplikt, listeføringsplikten, flaggeregulverket, oppfølging av markedsmisbruksregelverket, prospektkontroll, samt tilsyn med infrastrukturen i verdipapirmarkedet (markeds plasser, VPS og oppgjørssystemet). En seksjon "Conduct of business", fører tilsyn med verdipapirforetak, herunder reglene om god forretningsskikk og hvitvaskingsregelverket (deler av MiFID). En seksjon "Financial reporting" fører tilsyn med børsnoterte foretaks- og foretak under tilsyns- finansielle rapportering samt regnskapsavleggelse.

4.3.2 Prospektkontroll

Det er ansatt fem medarbeidere i teamet som arbeider med prospektkontroll, hvorav to er revisorer, to er jurister som har jobbet mange år med prospektkontroll i FIN-FSA og en økonom med kompetanse på strukturerte produkter/derivater.

Prospektkontrollen har ansvar for kontroll av alle prospekter; det vil si alle prospekter som følger prospektdirektivet (EØS-prospekter herunder prospekter som gjelder overtakelse), samt nasjonale prospekter, altså også de prospektene som hos oss registreres i Brønnøysund.

Prospektkontrollen er ikke sjekklistebasert. Det foretas selvsagt kontroll med at all informasjon som kreves er til stede, men dette er ikke hovedfokuset. Det vil si at det foretas innholdskontroll av alle prospekter. Innholdskontrollen innebærer både kontroll med at den finansielle informasjonen er korrekt og med at virksomheten som sådan er beskrevet på en måte som gir konsistens med den finansielle informasjonen med hensyn til beskrivelse av risiko knyttet til virksomheten. Alle prospekter gjennomgås av en jurist og en revisor fra prospektteamet. I tillegg deltar alltid en revisor fra seksjon for finansiell rapportering når prospektet omfattes av prospektdirektivet. Selv om medarbeiderne på prospektteamet gjør første undersøkelse av prospektet, kobles medarbeideren fra seksjonen finansiell rapportering inn på et tidlig tidspunkt og deltar for eksempel i møter som blir avholdt med utsteder. Dette for å sikre konsistens og historikk utsteder eventuelt måtte ha.

Som i Danmark er det utstrakt kontakt mellom prospektkontrollen og utsteder forut for ferdigstilling av prospektet. Fristen løper fra den dag alle opplysninger er mottatt. Første gang FIN-FSA mottar henvendelse får utsteder en tilbakemelding om hvor mye arbeid som gjenstår og FIN-FSA gir på forespørsel tilbakemelding på om utsteders forventning om tidsrammer for behandling er realistiske.

FIN-FSA holder i et stort antall saker møter med utsteder hvor problematiske områder i prospektet diskuteres. På slike møter deltar som nevnt også seksjon for regnskapstilsyn. Dersom utsteder har behov for at prospektet skal godkjennes i løpet av en tidsramme som gjør det vanskelig å rette opp forhold FIN-FSA har påpekt, hender det at de godkjenner prospektet forutsatt at utsteder tar inn utførlig informasjon om angjeldende forhold.

Som i Danmark er det børsen som forestår noteringskontrollen. Kontrollene utføres parallelt, men vedtaket om notering fattes i forkant av godkjenning av prospektet med forbehold knyttet til at prospektet blir godkjent. Det er løpende kontakt mellom noteringskontrollen og prospektkontrollen når saken gjelder noteringsprospekt.

Teamet som forestår prospektkontroll forestår i tillegg kontroll med at reglene om tilbudsplikt følges.

Prospektkontrollen finansieres i likhet med resten av FIN-FSAs virksomhet ved utligning på tilsynsgrupper og utstederforetak. I tillegg tas det gebyr for behandling av prospekter. I motsetning til i Norge faktureres utstederselskapene direkte i utligningen.

I 2007 kontrollerte prospektteamet mellom 40 og 50 nasjonale prospekter samt 27 prospekter etter prospektdirektivet. I 2008 har de frem til oktober kontrollert 9 slike prospekter.

I stille perioder benyttes medarbeiderne i prospektteamet til arbeid i teamet som driver kontroll med løpende og periodisk rapportering og til arbeid i seksjon for regnskapskontroll. I perioder hvor svært mange prospekter behandles arbeider prospektteamet svært mye og trekker i tillegg på medarbeiderne i seksjon for regnskapskontroll.

4.3.3 Markedsovervåkning

Løpende og periodisk rapportering

Et team på to personer har ansvar for tilsynet med løpende og periodisk rapportering (ikke IFRS-kontroll). Teamet ble opprettet for et år siden og består av en medarbeider med lang bransjeerfaring og en med lang erfaring fra FIN-FSA. Arbeidet er todelt.

En del av arbeidet utgjør løpende tilsynsvirksomhet. Dette innebærer at teamet velger ut et antall foretak etter en risikobasert tilnærming, hvor de går gjennom den løpende informasjonen utsteder har gitt til markedet og sammenholder dette med informasjonen som gis i den periodiske informasjonen (kvartalsrapporter, årsrapporter mv), med tanke på om utsteder har gitt løpende informasjon i samsvar med den periodiske rapporteringen. Teamet går også på stedlig inspeksjon i børsnoterte foretak hvor de undersøker om informasjonspliktreglene er fulgt. I tillegg utfører teamet temabaserte undersøkelser i et stort antall foretak. Arbeidet som gjøres på denne måten munner, foruten nødvendige kommentarer til det enkelte utstederforetak, ut i rapporter hvor FIN-FSA kommenterer problemområder de har støtt på. FSA holder også kurs om regelverket knyttet til informasjonsplikt for foretak som søker børsintroduksjon. FIN-FSA opplyser om at denne tilnærmingen til tilsynet med informasjonsplikten har vært godt mottatt hos utstederforetakene.

I tillegg driver teamet overvåkning av at verdipapirhandellovens regler om løpende informasjonsplikt blir fulgt fra dag til dag. FIN-FSA følger opp saker etter eget initiativ, mottar henvendelser fra publikum og presse i tillegg til at det kommer signaler fra børsen. Børsen har duplisert lovgivningen om løpende informasjonsplikt i sitt interne regelverk, som også inneholder sanksjonsbestemmelser. Dette innebærer at børsen og FIN-FSA kan foreta parallelle undersøkelser. Børsen ut fra sitt interne regelverk, og Finanstilsynet på bakgrunn av offentligrettslig regulering. Børsen sanksjonerer brudd ut fra sitt interne regelverk, mens Finanstilsynet sanksjonerer etter lovverket. Dette blir ikke ansett problematisk idet børsens sanksjoner er basert på internt regelverk, og er av

privatretslig/avtalerettslig karakter. Det opplyses om at børsen og FIN-FSA har daglig kontakt på dette området og at de utveksler informasjon så langt reglene om taushetsplikt tillater.

FIN-FSA har en egen enhet som tar seg av sanksjonering (authorisation and sanctions). Saker som er ferdigbehandlet av teamet sendes til denne enheten dersom det innstilles på sanksjoner.

For så vidt gjelder flaggeregulverket er FIN-FSA oppbevaringsmekanisme for meldinger. FSA opplyste om at de oppfatter flaggeregulverket som et vanskelig område å føre aktivt tilsyn med. Som i England og Danmark legges det til grunn at markedet selv ville følge med på bevegelser fra primærinnsidere og aksjonærer med større poster.

Markedsmisbruk

Arbeidet knyttet til markedsmisbruksregulverket er lagt i et annet team i markedsseksjonen. Det er 3 medarbeidere (men to årsverk) knyttet til dette teamet. Teamet undersøker saker på eget initiativ, får tips fra børsen, media og privatpersoner. Teamet undersøker sakene så langt det er mulig før sakene oversendes påtalemyndigheten til strafferettslig forfølgning.

Infrastruktur

I tillegg til markedsovervåkingen fører seksjon for Markets tilsyn med markeds plassene, verdipapirsentralen og verdipapiroppkjøret.

4.3.3 Nærmere om seksjon for Financial Reportings arbeidsoppgaver

Seksjon for Financial Reporting fører tilsyn med børsnoterte foretaks finansielle rapportering. Seksjonen fører også tilsyn med finansiell rapportering fra foretak under tilsyn. Seksjonen besitter således FSAs samlede IFRS kompetanse og er bemannet med 12 revisorer hvorav 6 arbeider med finansiell rapportering fra banker og verdipapirforetak og 6 arbeider med finansiell rapportering fra børsnoterte foretak. De sistnevnte har også ansvar for gjennomgang av finansiell rapportering i prospekt og samarbeider tett med prospektteamet i seksjon for Markets. Dette arbeidet ansås til ca ett årsverk.

4.3.4 Nærmere om seksjon for Conduct of business arbeidsoppgaver

Seksjon for Conduct of Business fører tilsyn med verdipapirforetak, herunder deler av MiFID og regelverket om hvitvasking. Seksjonen har imidlertid ikke ansvar for arbeid knyttet til konsesjoner. Seksjonen har heller ikke ansvar for arbeid knyttet til ulike kapitalkrav. Dette er lagt til sentraliserte enheter i FSA.

4.2 England

4.2.1 Organiseringen av markedsovervåkingen i FSA

Med opprettelsen av FSA ble en rekke offentlige tilsynsmyndigheter og selvregulerende organisasjoner (heretter SRO) som før hadde arbeidet på sine felt, samlet under ett tak. De ulike organene tok med seg alle sine oppgaver inn uten at det ble foretatt noen gjennomgående vurdering av om de oppgavene de ulike institusjonene brakte inn burde/kunne utføres av andre, for eksempel en børs. Dog ble noen SROer igjen på utsiden, se nedenfor.

Markedsovervåkingen i FSA, UK Listing Authority (heretter UKLA), er delt i tre avdelinger; Listing Authority som tar seg av notering og prospektkontroll, Market Monitoring som tar seg av løpende og periodisk rapportering (bare rettidighet), flagge- og meldepliktregulverk mv og markedsmisbruk, samt Markets Policy som tar seg av overordnede spørsmål samt tilsyn med børser og markeds plasser.

FSA har lovbestemt immunitet mot søksmål. Det vil si at FSA ikke kan saksøkes for måten de utfører sin virksomhet på, med mulig unntak for ren strafferett.

Både FSA og UKLA rapporterer til Finansdepartementet. Det vil si at i tillegg til rapportering fra FSA som helhet rapporterer UKLA til Finansdepartementet på selvstendig grunnlag. Begrunnelsen for at det foretas selvstendig rapportering fra UKLA er at markedsovervåkingen på denne måten sikres mot at hensynet til soliditetstilsynet overkjører hensynet til markedets integritet, som er UKLAs ansvarsområde.

4.2.2 Listing Authority

Listing Authority utfører prospektkontroll og kontroll knyttet til opptak til notering på regulert marked.

Prospektkontroll

Alle prospekter på regulerte markeder kontrolleres av FSA. Dette gjelder både prospekter for alle kapitalutvidelser og opptak av nye selskaper. Enkelte børser har noen ikke-regulerte markeder. Her forestår børsene kontrollen selv.

Prospektkontrollen utføres av en stab på ca 80, i det alt vesentlige juniormedarbeidere. Prospektkontrollen er bemannet med yngre jurister og en del revisorer. I tillegg har staben et ikke ubetydelig islett av medarbeidere uten formelle kvalifikasjoner, som har fått opplæring i FSA.

Prospektkontrollen utføres ut fra en risikobasert tilnærming både med hensyn til grundighet og hvem som settes til oppgaven. Prospektene deles i fire risikoklasser fra lav til høy. Prospektene skal i utgangspunktet gjennomgå av to personer. For de laveste risikoklassene kan prospektet unntaksvis (hvis tidspress) leses av bare en person. Det er delegert underskriftskompetanse for prospektene i de laveste risikoklassene. Det er utstrakt kontakt mellom utsteder og tilsyn før prospektet leveres offisielt. Prospektkontrollen har opprettet en "Help-desk" som gir løfte om endagsservice for spørsmål fra utsteder knyttet til kontrollen.

Regnskapskontrollen foretas i sin helhet av Financial Reporting Review Panel (heretter FRRP). Dels er de tillagt oppgaven direkte. Dette gjelder kontroll av årsregnskap. Dels er de tillagt oppgaven gjennom outsourcing fra FSA. Dette er tilfelle for kontroll med delårsregnskap. FRRP består av representanter for utstederforetakene og har et sekretariat som forbereder sakene for panelet.

FSA opplyste om at noe av begrunnelsen for å la regnskapskontrollen ligge utenfor FSA er faren for interessekonflikter som kan oppstå mellom aktiviteten knyttet til regnskapskontroll og tilsynsvirksomheten for øvrig, og da særlig soliditetstilsynet. Ved å legge regnskapskontrollen utenfor huset sikrer en uavhengighet og at det ikke tas hensyn til andre faktorer enn de rent regnskapsfaglige og hensynet til markedet.

Prospektkontrollen inneholder ingen kontroll av avlagte regnskap. At FSA ikke kontrollerer avlagte regnskap innebærer imidlertid ikke at FSA ikke har noen informasjon eller gjør noen undersøkelser vedrørende regnskaper. FSA og FRRP har månedlige møter. I lovverket fremgår at de to institusjonene skal samarbeide. Møtene brukes til å utveksle informasjon også på prospektsiden. Det skjer ellers informasjonsutveksling ved behov og FRRP varsler FSA dersom de oppdager forhold de antar vil være av interesse for FSA.

Proformataill kontrolleres hos FSA. For øvrig gjennomgår FSA alt materiale de får innsendt både med hensyn til fullstendighet og innhold, men som nevnt etter en risikobasert tilnærming med hensyn til grundighet.

FSA tar gebyrer for utførelsen av prospektkontroll.

Listing

Kontroll med Listing innebærer kontroll med at noteringskravene på London Stock Exchange er oppfylt. FSA forestår denne kontrollen for utstedere som skal primærnoteres på børs i UK. For sekundærnotering og for notering på andre regulerte markeder utfører markedsplassen selv noteringskontrollen. FSA opplyste om at det er historiske grunner til denne delingen og at FSA-kontrollen med listing er ment å gi selskaper med London som hovednoteringssted et ekstra kvalitetsstempel.

4.2.3 Market Monitoring

Organisering i FSA

Markedsovervåkingen er delt inn slik at en seksjon forestår overvåking av at korrekt, tilstrekkelig og tidsriktig informasjon tilflyter markedet mens en seksjon har ansvar for å overvåke og etterforske hendelser med tanke på mulig markedsmissbruk. Dette innebærer at dedikerte personer har ansvar for utstederselskapene og deres informasjon til markedet (primary market), mens andre konsentrerer seg om selve handelen (secondary market). Denne fordelingen fremkommer imidlertid ikke på noe organisasjonskart. Det er tett samarbeid og informasjonsutveksling mellom de to enhetene.

Overvåkingen av markedet utføres ut fra en risikobasert tilnærming. FSA opplyste at de ikke var spesielt opptatt av å overvåke handelen med tanke på å avdekke brudd på flagge- og meldepliktregelverket. Dette ut fra en forutsetning om at markedet selv ville følge med på bevegelser fra primærinnsidere og aksjonærer med større poster. FSA var spesielt opptatt av å følge bevegelser som kunne tyde på innsidehandel og annet markedsmissbruk og at informasjon fra utstederselskapene sammenstilt med handelsmønstre var langt viktigere å konsentrere seg om enn flagge- og meldeplikt. FSA har hele oppfølgingen av den løpende informasjonsplikten og kontakter selv utstederselskapene fortløpende på bakgrunn av avvik i handelsmønstre og andre indikasjoner, se nærmere under avnittet om arbeidsfordeling med børsen.

FSA har lagt inn fristene for innsendelse av regnskaper i sine systemer og utstederselskapene blir suspendert fra notering samme dag fristen oversittes. Dette blir gjort ut fra en forutsetning om at hvis regnskapsavleggelsen ikke kommer i tide betyr det enten at selskapet har noe å skjule eller at de ikke har god nok orden til å være børsnotert. Når et selskap blir suspendert er det seksjonen som følger opp utstedersiden som følger opp overfor selskapet. Selskapet kan være suspendert inntil et halvt år. Hvis regnskap fortsatt mangler settes det i gang en prosess for å få selskapet tatt av børsen.

Når de som arbeider med utstedersiden har avsluttet en sak, blir den enten skrinlagt hos dem som sjekket og funnet i orden, oversendt til markedsmissbruksteamet eller sendt til Enforcement.

Markedsovervåkingen forestår ikke sanksjonering. Markedsmissbruksteamet undersøker sakene i første hånd. Dersom det konstateres at det foreligger markedsmissbruk overlates saken til FSAs sentraliserte enhet for enforcement. Denne enheten forestår all sanksjonering i FSA og prosederer sakene for retten.

Fordeling av oppgaver mellom markedsovervåkingen i FSA og børsen(e)

Børsene forestår markedsovervåking av handel som foregår på egen markedsplass. Børsene overvåker ikke handel som foregår utenfor markedsplassen, det vil si OTC handel og handel i noterte

finansielle instrumenter som foregår på MTFer. Handel utenfor børs følges opp av FSA eksklusivt. FSA har dermed ansvar for den totale overvåkingen av handelen i de noterte finansielle instrumentene og forfølger alle saker som oppstår. Det vil si alle saker som børsene oppdager og alle saker som de oppdager selv, eller får tips om fra ulike markedsaktører. FSA følger også opp meldinger til markedet som går utenfor markedsplassens egne kanaler.

Børsens overvåking består utelukkende i å følge markedet og avdekke unormale handelsmønstre. Når en mulig sak oppdages bringes den umiddelbart til FSA. Det er FSA som forestår oppfølging i form av telefonsamtaler og kontakt med utstederselskap og meglerforetak. Børsen vurderer heller ikke hvorvidt de mistenkelige handlene utgjør brudd på verdipapirhandellovgivningen. Vurdering av om regelverket er brutt foretas av FSA etter at saken er brakt til dem og undersøkt der. FSA kontakter børsen dersom det er behov for ytterligere opplysninger og kan be dem innhente opplysninger fra medlemmene ved behov. FSA og børsen samarbeider tett og har daglig kontakt om den løpende handelen.

FSA opplyste om at de i lys av Transparencydirektivet tenker om igjen om fordeling av arbeid mellom børs og tilsyn. Dette fordi børsen som her, har mistet en større del av det totale bildet ved at handler i større grad skjer utenfor børs og at meldinger til markedet kommer via andre kanaler enn børsenes meldingssystemer. FSA ser på denne bakgrunn behov for å intensivere egen overvåking og kan ikke lengre lene seg på at børsenes meldinger gir noen full oversikt over unormale handelsmønstre. FSA har dedikerte personer som følger markedet fra time til time. De benytter også transaksjonsrapporteringssystemet til overvåkningsformål.

FSA forestår all sanksjonering /disiplinering av markedet. Dette ble ikke ansett som en oppgave for markedsplassene.

4.2.4 Markets Infrastructures and policy

Markedsovervåkingens tredje avdeling håndterer dels overordnede policy spørsmål og forestår dels tilsyn med infrastrukturforetakene i verdipapirmarkedet. Avdelingen gjør således de oppgavene knyttet til infrastrukturforetakene som M1 utfører hos oss.

4.2.5 Take Over Panel

Take Over Panel følger opp regelverket om tilbudsplikt. Take Over Panel er et selvregulerende organ som ikke ble med inn i FSA. FSA opplyste om at dette har historiske grunner og at panelet tradisjonelt har vært oppfattet som et organ som har vært en del av selve markedsmekanismen mer enn en tilsynsmyndighet. De har således ikke vært oppfattet som en del av reguleringsregimet, selv om de håndhever deler av verdipapirregelverket. De som arbeider der betrakter seg heller ikke som en del av myndighetsapparatet. Det er likevel nær kontakt mellom de FSA og Take Over Panel og både utstederteamet og markedsmisbruksteamet har løpende kontakt med panelet.

5. Gruppas vurderinger

5.1 Innledning

Det gis i det følgende en vurdering av hvorvidt den eksisterende arbeidsdeling og eventuell dobbeltdekning av tilsyns- og kontrolloppgaver som i dag gjelder mellom Oslo Børs og Kredittilsynet, bør justeres. Det er så langt som praktisk mulig valgt å følge den strukturen som er lagt opp i kapittel 2 for en systematisk vurdering av de ulike oppgavene. Plasseringen av de ulike oppgavene vurderes så langt dette er relevant, opp mot kriteriene som er beskrevet i kapittel 3.

Oppgaver som er bestemt omplassert, i første rekke prospektkontrollen, oppgaver som nylig er plassert som periodisk rapportering fra noterte foretak, og oppgaver som etter gruppas vurdering ikke kan omplasseres uten å bryte med europeiske direktivkrav, drøftes kun relativt summarisk.

5.2 Kontroll med utstedere

5.1.1 Prospektkontroll

Det er i henhold til EØS-forpliktelsene nødvendig at prospektkontrollen overføres til Kredittilsynet innen utgangen av 2010. Oppgaven krever til dels ny kompetanse og dels arbeidsformer som kan avvike fra dem Kredittilsynet pr. i dag benytter. Blant annet forutsettes utstrakt rådgivning overfor utstederselskapene forut for opptak til notering og emisjoner. Prospektkontrollen innebærer at det arbeides innen knappe tidsfrister og kan medføre oppfølging på tidspunkt utenfor normal arbeidstid. Arbeidsmengden varierer betydelig med aktiviteten i markedet, se nærmere under pkt 2.1.1.

Det er imidlertid også slik at det kan være enkelte synergieffekter mellom regnskapskontrollen som Kredittilsynet utfører i dag og prospektkontrollen. Som nevnt under pkt 3.5 er regnskapskontrollen med de børsnoterte utstederforetakene et kontaktpunkt direkte mot utstederforetakene. Gjennom regnskapskontrollen er det opparbeidet kompetanse på flere fagområder som går utover de tradisjonelle fagområdene på bank og forsikring. Dette er bransjekunnskap på områder som f. eks kraft, olje, fisk, shipping og programvare som vil kunne være av betydning i forbindelse med prospektkontrollen, både når det gjelder de faglige vurderingene og kommunikasjonen med utstederen. Den kompetansen som er opparbeidet på regnskapskontroll kan dermed være direkte anvendelig i prospektkontrollen. Kapasiteten vil imidlertid måtte økes. Muligheten for å benytte medarbeiderne begge steder gir også mulighet for større fleksibilitet og god kapasitetsutnyttelse. Som nevnt vil det være behov for at kontroll av prospekter kan skje i løpet av meget kort tid, mens kontroll med regnskap vil ha en mer fleksibel tidsramme. Løsningen kan også bidra til å utvikle et større og følgelig mer attraktivt fagmiljø. Et større fagmiljø med fleksibilitet i utnyttelsen av den enkelte medarbeider, vil også være mer robust for ytre påvirkning som fravær og turnover.

Det må antas at den kompetansen som må bygges opp for overtagelse av prospektkontrollen vil kunne utnyttes andre steder i organisasjonen ved ledig kapasitet. Både regnskapskontrollen og markedsovervåkingen har i dag fagmiljøer som vil kunne utnytte restkapasitet i sitt løpende arbeid.

Som nevnt under pkt. 3.3.1 har Oslo Børs møtt sammen med Kredittilsynet i Prospectus Contact Group i CESR. Ordningen har vært akseptert som en midlertidig løsning. At prospektkontrollen overføres til Kredittilsynet vil bidra til å lette det internasjonale arbeidet ved at Kredittilsynet selv innehar nødvendig spesialkompetanse og lettere vil kunne kommunisere med CESR's arbeidsgrupper.

5.1.2 Kontroll med opptak til notering

Som omtalt i pkt. 2.1.2 har Børsloven regler om opptak til notering på regulert markedsplass. Reglene gjelder både for regulerte markeder og børser. For opptak til notering på børs stilles det tilleggskrav i børsloven og børsforskriften. De regulerte markedenes opptaksregelverk skal forelegges for Kredittilsynet, som kan kreve regelverket endret dersom det strider mot lov eller forskrift.

At Kredittilsynet overtar prospektkontrollen kan gi grunnlag for å stille spørsmål om også kontroll og godkjenning for opptak til notering bør flyttes. Kontroll med opptak til notering henger nært sammen med prospektkontrollen idet opptak til notering krever utarbeidelse av introduksjonsprospekt. Det er også vanlig at opptak til notering kombineres med gjennomføring av en emisjon eller annenhåndsplassering, blant annet for å oppnå ønsket eierspredning. Når prospektet inngår i en noteringsprosess er utsteder avhengig av dialog med både prospektmyndigheten og noteringsmyndigheten med hensyn til tidsrammer m.v. Det kreves således samarbeid mellom

prospektmyndigheten og noteringsmyndigheten for å få flyt i prosessen. Kontroll med opptak til notering krever langt på vei samme kompetanse som prospektkontrollen. De mulige synergieffekter som er omtalt mellom prospektkontrollen og regnskapskontrollen vil også kunne gjelde for noteringskontrollen. At Kredittilsynet overtar prospektkontrollen medfører således at det må bygges kompetanse i Kredittilsynet som også vil kunne benyttes ved noteringskontroll. På den annen side inneholder kontrollene også ulike elementer. Mens prospektkontrollen først og fremst innebærer kontroll med at markedet får riktig informasjon, innebærer noteringskontrollen at det foretas en relativt grundig vurdering av om utsteder er egnet for børsnotering. Dette inkluderer blant annet en vurdering av utstaders evne til å kommunisere med markedet og til å håndtere kursrelevant informasjon. Det er børsen som har den daglige kommunikasjonen med utsteder når selskapet først er notert og som gjennom sin virksomhet har praktisk erfaring med hensyn til hvilke krav som bør stilles til børsnoterte foretak. Slik praktisk erfaring vil Kredittilsynet ikke tilføres ved overføring av prospektkontrollen. Et samspill mellom de to institusjoner ved at Kredittilsynet utfører prospektkontroll mens noteringskontrollen forestås av Oslo Børs kan således medføre en viss duplisering av oppgaver, men kan samtidig medføre at det utvikles samarbeid mellom institusjonene hvor en trekker på begges naturlige fortrinn og erfaringsgrunnlag.

De samme argumenter knyttet til viktigheten av uavhengig kontroll som er gjort gjeldende for prospektkontrollen, kan imidlertid gjøres gjeldende for kontrollen med opptak til notering. Det må antas at overføring av kontroll med opptak til notering fra Oslo Børs til Kredittilsynet vil kunne motvirke mulige interessekonflikter. Antall noterte selskaper, omsetning og emisjonsaktivitet har direkte betydning for børsens økonomiske resultat. Det vil derfor kunne reises spørsmål ved om en børs under gitte omstendigheter vil være noe mer tilbøyelig til å dispensere fra fastsatte opptakskriterier enn et uavhengig kontrollorgan. Før opprettelsen av Oslo Axess ga Oslo Børs en rekke dispensasjoner fra opptaksreglene for børsnotering. Ved opprettelsen av Oslo Axess er behovet for å gi dispensasjoner ved opptak til Oslo Børs redusert ettersom Oslo Axess fremstår som en markeds plass med noe lempeligere krav hvor foretakene "modnes" med tanke på senere børsnotering. Det legges til grunn at dispensasjonspraksis vil kunne følges opp gjennom Kredittilsynets tilsyn med Oslo Børs. Alternativt ville det kunne legges opp til at dispensasjoner fra de alminnelige noteringsvilkårene ble lagt til Kredittilsynet.

Oslo Børs driver aktiv markedsføring for å tiltrekke seg utstedere, investorer og utenlandske meglerforetak. Slik aktivitet kan være allmenntilgjengelig idet markeds plassen kan få tilført likviditet og få videreutviklet sine sterke sektorer. Samtidig kan aktiv markedsføring av børsen som noteringssted medføre press i retning av dispensasjon fra noteringsregelverket. På den annen side er det en forutsetning for at notering på et regulert marked skal fungere som et kvalitetsstempel at kontrollsystemet fungerer godt, og at selskaper som ikke tilfredsstiller kravene i lovverket og markeds plassen eget regelverk blir stoppet i kontrollen. I et langtidsperspektiv må det dermed legges til grunn at markeds plassen har egeninteresse i å føre en kontroll som gjør at tilliten opprettholdes.

Et annet forhold er hvordan faren for interessekonflikter fremstår og vurderes av utenforstående. Det er viktig at kontroll- og tilsynsoppgaver ivaretas på en måte som gjør at tilliten til markedet opprettholdes over tid. Som nevnt under 3.2 ser en i europeisk sammenheng dreiningen mot at tilsynsoppgaver utføres av en offentlig tilsynsmyndighet. Selv om direktivene til en viss grad åpner for overføring av oppgaver til regulert marked, synes utviklingen generelt å gå i retning av at tilsynsmyndighetene overtar stadig flere tilsyns- og kontrolloppgaver. Det kan reises spørsmål ved om det norske markedet på sikt kan tape tillit, særlig blant utenlandske investorer, dersom oppgaver som i de fleste andre europeiske land utføres av tilsynsmyndigheten, i Norge utføres av Oslo Børs eller annen privateid markeds plass. I motsetning til hva som gjelder for prospektkontrollen, er det imidlertid ikke lagt direktivmessige føringer med hensyn til hvem som skal forestå kontroll med opptak til notering. I England er kontroll med opptak til børsnotering lagt til tilsynsmyndigheten, mens kontrollen for øvrig tilligger den enkelte markeds plass. I de fleste land i Europa forestår

imidlertid markedsplassene selv kontroll med opptak til notering. Dersom noteringskontrollen opprettholdes ved Oslo Børs innebærer ikke dette noen forskjell fra det som er gjengs praksis i Europa.

Det er pr i dag grunn til å anta at kontrollen med notering som foretas på børsen fungerer tilfredsstillende. Det er heller ikke unaturlig at børsen selv ønsker kontroll med noteringsprosessen blant annet ut fra strategiske betraktninger og ut fra ønske om kontroll med egen situasjon. Vedtak om opptak til børsnotering er enkeltvedtak som kan påklages etter forvaltningslovens regler. Kredittilsynet vil gjennom sitt stedlige tilsyn kunne kontrollere at noteringsprosessen forløper tilfredsstillende. At flere kontrolloppgaver enn nødvendig overføres fra Oslo Børs til Kredittilsynet vil også kunne svekke det øvrige kontrollmiljøet ved børsen. Dette kan for eksempel gjelde kontroll med tilbudspliktreglene. Etter arbeidsgruppens vurdering tilsier en samlet vurdering at det på det nåværende tidspunkt ikke er grunner til å gjøre endringer i den fastlagte arbeidsfordelingen.

5.1.3 Kontroll med periodisk rapportering

Kredittilsynet har i dag kontroll med den finansielle rapporteringen fra utstederforetakene. Ordningen ble opprettet i 2004 og ble ansett å være i samsvar med fortalen i IFRS forordningen. Oslo Børs utøvde regnskapskontroll frem til den ble lagt til Kredittilsynet. Departementet la vekt på børsens nærhet til utstederforetakene da kontrollen ble flyttet fra Oslo Børs til Kredittilsynet. I Ot.prp. 89 (2003/2004) uttales:

”Børsens nærhet til de noterte selskapene kan være en fordel i kontrollen, men utgjør etter departementets vurdering først og fremst en risiko mot tilliten til at kontrollen er uavhengig.”

Videre vektla departementet også at ”Plassering av utførelsen av kontrollen hos verdipapirmyndigheten – Kredittilsynet - har solid internasjonal forankring...”. Kontrollen ble organisert etter de prinsipper Den europeiske komiteen for verdipapirtilsyn (CESR) har utarbeidet for å sikre ensartet håndheving i Europa.

Etter ny verdipapirhandellov skal det også føres kontroll med at innsendelsen av regnskapsrapporter er rettidig. Med dette menes at informasjonen distribueres/offentliggjøres i markedet til riktig tid. Sistnevnte oppgave er tidligere utført av Oslo Børs, riktignok med dispensasjonshjemmel som falt bort fra og med første kvartalsregnskap 2008. Denne hjemmelen er ikke videreført i ny lov.

Arbeidsgruppen legger til grunn at det de siste årene er foretatt en grundig gjennomgang av kontrollen med den periodiske rapporteringen og finner ikke grunnlag for å foreslå endringer i den fastlagte arbeidsfordelingen.

5.1.4 Kontroll med ikke-periodisk rapportering (løpende informasjonsplikt)

Det vises til pkt. 2.1.4 hvor kontrollen med den løpende informasjonsplikten deles inn i ”en korrigerende funksjon” og en ”sanksjonerende funksjon”. Arbeidsgruppen finner ikke grunn til å foreslå endringer i det som er omtalt under ”den korrigerende funksjonen”. Det synes naturlig at markedsplassen fortsatt yter service og utøver kontrollen med den mer operative delen av den løpende informasjonsplikten. I tråd med dette synet bør regulert marked fortsatt motta meldinger fra utsteder når utsatt offentliggjøring er besluttet⁷².

Noe annerledes stiller det seg ved sanksjonering av eventuelle regelbrudd. Med henvisning til det som er nærmere utdypet i pkt. 3.2, kan det fremstå som uheldig at en privat institusjon, som har et kundeforhold til utstederselskapene, også skal ha viktige kontrollfunksjoner i forhold til de samme

⁷² Se verdipapirforskriften § 5-1

selskapene. At markedsplassen skal ha en slik kontrolloppgave fremstår som mer unaturlig etter gjennomføring av rapporteringsdirektivet hvoretter markedsplassen ikke lenger vil ha "monopol" på spredning av informasjonspliktige opplysninger.

Det vises også til at begrepet "innsideinformasjon" er et koblingsord for både utløsningen av utstederselskapenes informasjonsplikt til markedet og inntreden av forbudet mot innsidehandel. Det kan være uheldig at to instanser parallelt undersøker de samme faktiske forhold for hvert sitt formål. Det kan påføre aktørene et merarbeid å måtte gi opplysninger til både markedsplassen og Kredittilsynet for å belyse de samme faktiske forhold. Videre vil det være uheldig dersom instansene vurderer skjæringstidspunktet for når utsteders forpliktelse oppsto forskjellig. Dette vil trolig ikke forekomme ofte, men det er likevel en aktuell problemstilling. Dels kan slike utslag følge av at Kredittilsynet i løpet av sin undersøkelse, vil kunne få et noe mer detaljert bilde av en utviklingsprosess knyttet til en kurssensitiv begivenhet. I denne sammenheng pekes det på at markedsplassen enkelte ganger vil mangle nødvendige hjemler til å foreta fullgode undersøkelser. Markedsplassen har begrensede hjemler til å pålegge andre enn børsmedlemmer og de noterte selskapene opplysningsplikt. Markedsplassen har heller ikke det internasjonale nettverket som Kredittilsynet har for å innhente opplysninger fra utlandet. "Nettverket" er delvis direktivbasert og dels basert på multilaterale og bilaterale overenskomster. Dels kan det være at avveiningen av ulike hensyn kan falle ulikt ut ettersom rettsspørsmålet løses med ulike bestemmelser som bakteppe. Illustrerende er det at flere europeiske institusjoner har rettet kritikk mot at samme definisjonen benyttes i forhold til forbudet mot innsidehandel og utstederselskapenes løpende informasjonsplikt. Det har vært hevdet at sistnevnte bør inntre på et senere tidspunkt. Kritikken understreker viktigheten av å se disse bestemmelsene i sammenheng.

På den annen side har Oslo Børs' kontroll av den løpende informasjonsplikten så langt fungert tilfredsstillende. Børsen har bygd opp kapasitet og kompetanse for å løse oppgaven. Skulle Kredittilsynet overta ansvaret for oppfølging av "den sanksjonerende funksjonen" måtte Kredittilsynet tilføres ressurser. For Oslo Børs ville en overføring av ansvaret til Kredittilsynet kunne ha visse negative konsekvenser for fagmiljø og nærhet til utstederselskapene. Dette vil også forsterkes av at børsen mister prospektkontrollen. Betydningen av dette er neppe dramatisk dersom det forutsettes at Kredittilsynet utfører disse oppgavene på en tilfredsstillende måte.

Børsen gjennomfører sine undersøkelser og konkluderer ofte innen kort tid. Dette har sammenheng med at børsen tar hensyn til det aktuelle utstederselskapets behov for å få en rask avklaring ettersom omsetningen av selskapets verdipapirer kan bli unødig skadelidende. Videre kan hurtighet i prosessen trolig også ha sammenheng med at børsen har et begrenset antall kilder som det søkes opplysninger hos. Dersom Kredittilsynet skulle overta ansvaret for "den sanksjonerende funksjonen", ville det være nødvendig å opprettholde hurtigheten i beslutningsprosessen.

Klage over vedtak truffet av regulert marked avgjøres i dag av børsklagenemnda. Hvis Kredittilsynet skulle overta ansvaret for "den sanksjonerende funksjonen", antas det at klagebehandlingen kunne ivaretas gjennom den alminnelige klageadgangen som følger av forvaltningsloven. Arbeidsgruppen bemerker for øvrig at eventuelle avgjørelser truffet av børsen i tilknytning til den korrigerende funksjonen, for eksempel innføring av børspauser og suspensjoner, vil måtte påklages etter børsens regelverk.

Oppsummeringsvis vurderer arbeidsgruppen det slik at børsen fortsatt bør utføre "den korrigerende funksjonen" det vil si mer operative delen av oppfølgingen av regelverket. Imidlertid bør det kunne legges opp til at "den sanksjonerende funksjonen" utføres av Kredittilsynet ved at mulige brudd rapporteres til Kredittilsynet som følger opp disse med videre undersøkelser og eventuelle sanksjoner. Dette vil innebære at Oslo Børs ikke lenger vil kunne sanksjonere slike overtredelser. Ved

vurderingen er det også sett hen til at det regulerte markedet fremdeles må gjennomføre markedsovervåking⁷³.

5.1.5 Andre oppgaver knyttet til tilsyn med utsteder

Arbeidsgruppen viser til beskrivelsen av de nye oppgavene Kredittilsynet er tillagt i verdipapirhandelloven knyttet til informasjon fra utstedere og låntakere, samt likebehandling av aksjonærer, som er gjort i pkt. 2.1.5. Arbeidsgruppen viser videre til det opplegget for tilsyn med bestemmelsene som fremkommer i beskrivelsen der. Regelverket er som nevnt nytt og arbeidsgruppen ser ingen grunn til å foreslå endringer på dette området.

5.2 Kontroll med investorer

5.2.1 Tilsyn med overholdelsen av reglene om innsidehandel, tilbørlig informasjonshåndtering, markedsmanipulasjon og urimelige forretningsmetoder

Gjennomføringen av Markedsmisbruksdirektivet i 2005 foranlediget at tilsynet med markedsmisbruksregelverket ble vurdert på nytt. Direktivet har utførlige regler om tilsyn med disse bestemmelsene. Det er lagt opp til at tilsynskompetansen skal samles hos ett myndighetsorgan i hver medlemsstat og at de forskjellige lands tilsynsorganer skal samarbeide. På bakgrunn av at direktivet⁷⁴ la opp til en organisering som samsvarte med organiseringen av verdipapirmarkedstilsynet i Norge på tidspunktet for gjennomføringen, ble det lagt til grunn at Kredittilsynet fortsatt skulle være det myndighetsorganet som skulle føre tilsyn med markedsmisbruksreglene for Norges del.

Arbeidsgruppen foreslår ingen endringer på dette området.

5.2.2 Tilsyn med overholdelsen av reglene om melde- og flaggeplikt

Arbeidsgruppen viser til beskrivelsen av dagens arbeidsfordeling med Oslo Børs i pkt. 2.1.2. Som nevnt fører Kredittilsynet tilsyn med overholdelsen av bestemmelsene. Kredittilsynet har utpekt Oslo Børs til å motta og offentliggjøre flaggemeldinger. Etter avtale mellom Kredittilsynet og Oslo Børs skal mistanke om brudd på flaggereguleringen som avdekkes av børsen oversendes Kredittilsynet for nærmere vurdering og eventuell anmeldelse. Arbeidsgruppen bemerker at dagens arbeidsfordeling fungerer godt og at Oslo Børs gjennom bruk av sine markedsovervåkningssystemer har de beste forutsetningene for å avdekke brudd på disse bestemmelsene. At arbeidsfordelingen er klart definert medfører videre at en unngår dobbeltarbeid og bidrar til å utnytte de samlede ressurser effektivt. Arbeidsgruppen har heller ikke holdepunkter for at interessekonflikter mellom børsens kommersielle virksomhet og oppgaven som "førstelinjeforsvar" i melde- og flaggepliktsaker har medført at kontrolloppgavene har blitt skadelidende.

Kredittilsynet har sendt et høringsnotat til Finansdepartementet hvor det foreslås at Kredittilsynet også skal få hjemmel til å ilegge overtredelsesgebyr ved brudd på meldeplikten. Saken er nå under arbeid hos departementet. Kredittilsynet vurderer det slik at overtredelsesgebyr i mange tilfeller vil være en effektiv, egnet og forholdsmessig sanksjon.

5.2.3 Tilsyn med overholdelsen av bestemmelsene om tilbudsplikt

I dag fører Oslo Børs som beskrevet i pkt. 2.3.3, tilsyn med at bestemmelsene om tilbudsplikt overholdes, jf. vphl § 6-4. Departementet kan fastsette at denne kompetansen skal tillegges Kredittilsynet.

⁷³ Se børsforskriften §§ 18 annet ledd og 21

⁷⁴ Se Markedsmisbruksdirektivet art. 12 nr. 1, jf. fortalens avsnitt 36.

Spørsmålet om hvem som bør føre tilsyn med reglene om overtakelsestilbud ble vurdert av børslovutvalget i NOU 1999: 3 (organisering av børsvirksomhet) og på nytt av verdipapirmarkedsløvsutvalget i NOU 2005: 17 (om overtakelsestilbud). Begge ganger ble det konkludert med at håndhevelse av reglene fortsatt burde ligge hos børsen.

I følge direktivet om overtakelsestilbud kan tilbudsmyndigheten være en offentlig myndighet, organisasjon eller et privat organ. Norges direktivforpliktelser er således ikke til hinder for at det er børsen som utfører tilsynet med bestemmelsene om tilbudsplikt.

Oslo Børs har frem til i dag hatt tilsyns- og kontrolloppgavene mht. overtakelsestilbud, og har derfor opparbeidet seg kompetanse og erfaring når det gjelder utførelsen av slike oppgaver. Regelverket om offentlig tilbud forutsetter en aktiv og effektiv oppfølging, relativt raske avgjørelser og uttalelser for at reglene skal fungere på en smidig måte. Børsens tilsyn med disse bestemmelsene har fungert godt. Dersom børsen ikke skal fortsette å føre tilsyn med bestemmelsene, må denne kompetansen bygges opp hos Kredittilsynet. Børsen har videre en nærhet til markedet som gjør at overvåking av at reglene overholdes blir en del av den øvrige overvåking av markedene.

I motsatt retning taler at børsen er et privat foretak, og det kan stilles spørsmål ved om den skal pålegges å bruke ressurser og vedlikeholde kompetanse på å håndheve denne type regler. Det kan dessuten være vanskelig for en børs å måtte ta avgjørelser som er belastende for børsens brukere uten at avgjørelsene har tilknytning direkte til børsens profil og strategi. Et annet moment er at det kan være fare for ulik tilsynspraksis dersom det opprettes flere børser i Norge.

Når det gjelder interessekonflikter som er nærmere omtalt i pkt. 3.2, stiller det seg litt annerledes her enn ved bestemmelser som pålegger utstederselskapene plikter. Reglene om tilbudsplikt retter seg i hovedsak mot investorer som ikke nødvendigvis på samme måte som utstedere og børsmedlemmer vil ha et direkte forhold til børsen.

I de land arbeidsgruppen har kontaktet, er bestemmelsene om tilbudsplikt lagt til det offentlige tilsynsorganet. Et unntak er England, hvor tilbudsplikten håndteres av et selvregulerende organ, se pkt. 4.2.5.

Ettersom lovgiver nylig har vurdert spørsmålet om plassering av tilsynskompetansen, og dette er en ordning som synes å fungere tilfredsstillende, synes det for arbeidsgruppen som en akseptabel løsning at tilsyns- og kontrolloppgavene mht. overtakelsestilbud inntil videre ligger hos børsen og ikke hos Kredittilsynet. Andre løsninger er ikke vurdert.

5.3 Kontroll med mellommenn

Kredittilsynet fører tilsyn med at verdipapirforetakene oppfyller kravene verdipapirhandelloven med tilhørende forskrifter stiller til deres virksomhet. Av betydning for utredningen her er at verdipapirforetakene utfører de plikter foretakene er pålagt som skal bidra til at kontrollen med at atferdsreglene som gjelder i markedet, fungerer tilfredsstillende. For eksempel bidrar plikten til å forta lydopptak og til å rapportere mistanke om markedsmissbruk til avdekking av saker vedrørende markedsmissbruk. Verdipapirforetaks manglende etterlevelse av regelverket vil ofte avdekkes i forbindelse med Kredittilsynets undersøkelse av saker om markedsmissbruk.

Verdipapirforetakene opptrer som medlemmer på markedsplassene⁷⁵ og markedsplassene er etter børsloven forpliktet til å påse at medlemmene opptrer i samsvar med det regelverket som gjelder for medlemmene. Kredittilsynet vil gjennom sitt tilsyn med markedsplassene kunne følge opp at disse

⁷⁵ Se børsloven § 26

holder tilstrekkelig oppsikt med at medlemmene følger reglene som følger av børsloven og børsforskriften.

Etter gruppas vurdering er det ikke aktuelt å foreslå endringer i den ansvarsfordelingen som følger av det ovennevnte.

For så vidt gjelder reglene om tilbakekjøpsprogrammer og kursstabilisering utgjør disse i hovedsak unntaksbestemmelser fra forbudet fra markedsmanipulasjon. Kredittilsynet har i dag ansvaret for oppfølgingen av bestemmelsene det gjøres unntak fra. Det har til nå fra Kredittilsynets side ikke vært ført noe aktivt tilsyn med etterlevelsen av unntaksbestemmelsene. Beskrivelsen av slike programmer, herunder de nærmere vilkårene for anvendelse av slike tiltak, vil imidlertid fremgå i prospekt. Ettersom prospektkontrollen utføres ved Oslo Børs, vil også vilkårene for markedsstabilisering kontrolleres av børsen som en del av prospektet. Børsen følger også opp at betingelsene etterleves. Ved overtakelse av prospektkontrollen vil Kredittilsynet som en del av kontrollen måtte påse at planlagte kursstabiliseringsprogram er i samsvar med regelverket. Det vil etter arbeidsgruppas vurdering i denne forbindelse også være nødvendig at Kredittilsynet i samsvar med bestemmelsene i verdipapirhandellovens krav til tilsyn⁷⁶ overtar oppfølgingen av at programmene gjennomføres på riktig måte og at en annen løsning trolig vil kreve lovendring. Arbeidsgruppa antar at oppfølgingen fortsatt bør kunne finne sted i samarbeid med Oslo Børs. Økt handel utenfor børsen vil imidlertid kunne kreve at Kredittilsynet må spille en mer aktiv rolle enn i dag.

Når det gjelder tilbakekjøpsprogrammer har dette til nå vært fulgt opp av Oslo Børs. Fra november 2008 vil imidlertid verdipapirforetakenes plikt til å rapportere transaksjoner i børsnoterte finansielle instrumenter til Oslo Børs opphøre og erstattes av transaksjonrapporteringssystemet beskrevet under pkt 2.3.5. Dette vil etter arbeidsgruppas vurdering innebære at Oslo Børs forutsetninger for å fange opp alle transaksjoner knyttet til et tilbakekjøpsprogram vil reduseres. Dersom Oslo Børs gis tilgang til TRS systemet, vil imidlertid mulighetene for å utøve kontroll langt på vei kunne opprettholdes.

Arbeidsgruppa bemerker at det ikke er gitt noen hjemmel for delegasjon av tilsynet til regulert marked. Kredittilsynet har følgelig tilsyn med bestemmelsene. Det antas at det ikke foreligger tilstrekkelig sterke hensyn for en annen løsning til at det bør foreslås en lovendring.

Arbeidsgruppen bemerker for øvrig at omfanget av tilsynet med disse bestemmelsene vil måtte vurderes etter at det er avklart hvilken tilgang børsen skal ha til TRS.

5.4 Kontroll med markedsplasser

De markedsplasser som har fått tillatelse fra Finansdepartementet til å drive virksomhet som regulerte markeder, herunder børser, er underlagt tilsyn fra Kredittilsynet. Kredittilsynets ansvar for å føre tilsyn med regulerte markeder gjelder uavhengig av hvilke oppgaver det regulerte markedet utøver, og hvilken arbeidsdeling som til enhver tid gjelder mellom det regulerte markedet, herunder Oslo Børs, og Kredittilsynet.

Kredittilsynet skal føre tilsyn med at det regulerte markedet oppfyller de krav som følger av lov og forskrifter som gjelder for virksomheten. Når det gjelder tilsynet med Oslo Børs spesielt, er forhold knyttet til organisering, kapitalforhold og virksomhetsutøvelse av vesentlig betydning. Med basis i risikovurderinger er sentrale områder for Kredittilsynets tilsynsvirksomhet kvaliteten på børsens styrings- og kontrollsystemer, på markedsovervåkingen, og på drift, vedlikehold og beredskap innenfor IT-virksomheten. Disse områdene og børsens håndhevelse av handelsregler for børsmedlemmer og regelverk for utstedere er av vesentlig betydning for tilliten til det norske verdipapirmarkedet. I forbindelse med Kredittilsynets vurdering av hvilke tilsyns- og

⁷⁶ Se verdipapirhandelloven § 15-1

kontrolloppgaver i verdipapirmarkedet som kan utføres av Oslo Børs, er nettopp det forhold at børsen er underlagt Kredittilsynets tilsyn et vesentlig moment.

I forbindelse med at børsens morselskap fikk departementets tillatelse til å fusjonere med morselskapet til Verdipapirsentralen og VPS Clearing ble det stilt en rekke vilkår. De fleste av disse vilkårene gjelder for de konsesjonspliktige virksomhetene i konsernet. For børsens del er vilkårene i hovedsak knyttet til organiseringen og adgangen til å utkontraktere funksjoner og oppgaver. Kredittilsynet må følge opp at disse vilkårene etterleves.

Etter gruppas vurdering er det ikke aktuelt å foreslå endringer i på dette området.

6. Behov for endringer i regelverket

6.1 innledning

I utredningens kapittel 5 foreslår arbeidsgruppen to endringer som krever regelverksendringer. For det første foreslås overføring av prospektkontrollen fra Oslo Børs til Kredittilsynet. For det annet foreslås endringer knyttet til kontroll- og oppfølging av reglene om løpende informasjonsplikt. Øvrige drøftelser leder ikke frem til forslag som krever regelverksendringer og omtales ikke nærmere i dette kapittelet.

6.2 Prospektkontrollen

6.2.1 Overføring av prospektkontrollen

Som nevnt i kapittel 2.1.1 er det gitt regler om prospektkontroll i verdipapirhandellovens kapittel 7 og verdipapirforskriftens kapittel 7. I henhold til verdipapirhandelloven⁷⁷ er Kredittilsynet prospektmyndighet, men departementet kan bestemme at hele eller deler av Kredittilsynets myndighet skal utøves av regulert marked. I verdipapirforskriften kapittel 7 II "Gjennomføring av prospektkontrollen" er det fastsatt at kontrollen skal utøves av Oslo Børs se § 7-3, samt gitt nærmere regler for Oslo Børs utøvelse av prospektkontrollen, se §§ 7-4 flg.

I henhold til Norges EØS-forpliktelser er det som nevnt nødvendig at prospektkontrollen overføres til Kredittilsynet i sin helhet innen utgangen av 2010. Dette innebærer at verdipapirforskriften § 7-3 må oppheves. Ved opphevelse av bestemmelsen vil verdipapirhandelloven § 7-8 siste ledd, som fastslår at Kredittilsynet er prospektmyndighet, gjelde, slik at de oppgaver som verdipapirforskriften § 7-3 legger til Oslo Børs automatisk tilfaller Kredittilsynet. Det er således ikke nødvendig med lovendring for å foreta nødvendig overføring av prospektkontrollen til Kredittilsynet.

De øvrige bestemmelsene i verdipapirforskriften kapittel II gir nærmere regler for Oslo Børs' utøvelse av prospektkontrollen. Bestemmelsene gir dels regler som er nødvendige fordi Oslo Børs som privat institusjon som utfører myndighetsoppgaver, ikke er underlagt de regler som gjelder offentlige organers virksomhetsutøvelse. Dette gjelder for eksempel § 7-4 om forvaltningslovens anvendelse og § 7-11 om oppbevaring av saksdokumenter. Dels gir bestemmelser som skal sette Kredittilsynet i stand til å føre tilfredsstillende kontroll med Oslo Børs utøvelse av prospektkontrollen. Dette gjelder for eksempel bestemmelsene § 7-10 om rapportering til Kredittilsynet og § 7-12 om kontroll og oppfølging. Ved overføring av arbeidet med prospektkontrollen til Kredittilsynet er de fleste av disse bestemmelsene pr definisjon overflødige og

⁷⁷ Se § 7-8 siste ledd

kan oppheves. Enkelte av bestemmelsene i kapittel II må imidlertid vurderes nærmere. Nedenfor følger en kort gjennomgang av reglene med forslag til behandling.

6.2.2 Nødvendige endringer i verdipapirforskriften kapittel II

§ 7-3 Prospektkontroll m.v.

Delegasjonsbestemmelsen er behandlet over og skal som nevnt oppheves.

§ 7-4 Forvaltningslovens anvendelse

Bestemmelsen gir regler om forvaltningslovens anvendelse på Oslo Børs virksomhet. Idet forvaltningslovens regler gjelder for Kredittilsynets samlede virksomhet er bestemmelsen overflødig når oppgaven overføres. Bestemmelsen kan dermed oppheves.

§ 7-5 Gebyr til dekning av utgifter ved kontrollen

Bestemmelsen fastslår at Oslo Børs kan kreve gebyr til dekning av utgifter til prospektkontrollen. Verdipapirhandelloven § 7-11 første ledd fastslår at prospektmyndigheten kan kreve gebyr til dekning av utgiftene ved prospektkontroll. Kredittilsynet er prospektmyndighet. Kredittilsynets adgang til å ta gebyr for prospektkontroll er dekket av denne bestemmelsen. Ved overføring av prospektkontrollen fra Oslo Børs til Kredittilsynet kan dermed forskriftens bestemmelse om dette oppheves. Beregning av slike gebyrer er omtalt under pkt. 7.1.5.

§ 7-6 Pålegg m.v.

Bestemmelsen gjennomfører prospektdirektivets artikkel 21. nr. 3 og 4 som angir hvilken kompetanse prospektmyndigheten skal ha. De aktuelle direktivbestemmelsene forutsetter bl.a. at myndighetene skal kunne pålegge utstedere og tilbydere, samt deres ledelse, kontrollerende eiere og revisorer, opplysningsplikt. Disse bestemmelsene ble ikke vurdert i forbindelse med lovbehandlingen som gjennomførte prospektdirektivet. I Ot.prp. Nr. 69 (2004-2005) side 68 viser departementet til at gjennomføring av minimumsbeføyelsene i direktivets artikkel 21 nr. 3 og 4 må vurderes i sammenheng med plasseringen av den operative kontrollen. Departementet foreslo på denne bakgrunn hjemmel til i forskrift å fastsette regler om gjennomføring av prospektkontrollen. På å bakgrunn av departementets uttalelse ble det ved utarbeidelse av forskrifter lagt til grunn at bestemmelser som gjennomfører prospektdirektivet på dette punktet i sin helhet kunne fastsettes i forskriften.

Idet prospektkontrollen ble lagt til Oslo Børs ble behovet for forskriftsbestemmelsen dels vurdert opp mot verdipapirhandellovens regler om prospektkontroll og dels vurdert opp mot børslovens generelle kompetanseregler om opplysningsplikt, suspensjoner og offentliggjøring av informasjon. Bestemmelsen inneholder med andre ord de av prospektdirektivets regler som ikke er dekket av nevnte lover. Ved overføring av prospektkontrollen til Kredittilsynet vil verdipapirhandelloven med tilhørende forskrifter være bestemmende for prospektmyndighetens kompetanse. Idet behovet for bestemmelsen ble vurdert opp mot verdipapirhandelloven ved forskriftens vedtagelse, foreslår arbeidsgruppen at bestemmelsen videreføres i sin helhet når Kredittilsynet overtar prospektkontrollen.

§ 7-7 Overtredelsesgebyr

Bestemmelsens første ledd fastslår at Oslo Børs kan ilegge overtredelsesgebyr ved overtredelse av verdipapirhandelloven kapittel 7 eller verdipapirforskriften kapittel 7. Verdipapirhandelloven § 17-1 fjerde ledd fastslår at prospektmyndigheten kan ilegge overtredelsesgebyr. Kredittilsynet er prospektmyndighet. Ved overføring av prospektkontrollen fra Oslo Børs til Kredittilsynet kan dermed forskriftens § 7-7 første ledd oppheves.

Bestemmelsens annet ledd gir nærmere regler om fastsettelse av overtredelsesgebyrer.

Bestemmelsens bokstav a) omfatter overtredelsesgebyr for utstedere av verdipapirer, mens bokstav b) gjelder for andre. For førstnevnte beregnes gebyret inntil ti ganger årlig kursnoteringsavgift.

Bestemmelsen tilsvarende dagjeldende børsforskrift § 25-5. Gebyret for andre fastsettes på bakgrunn av "overtredelsens art i samsvar med de vurderinger som benyttes ved overtredelsesgebyr for utstedere av børsnoterte foretak". Tilsvarende bestemmelser finnes ikke i verdipapirhandellden. Det må således vurderes om bestemmelser om størrelsen på gebyret skal videreføres; og i tilfelle i hvilken form.

Etter arbeidsgruppens mening er det ikke naturlig å koble størrelsen på gebyret for overtredelse av reglene om prospektkontroll til kursnoteringsavgiften når prospektkontrollen overføres til Kredittilsynet. Når løsningen i sin tid ble valgt må dette ses i sammenheng med at prospektkontrollen ble lagt til Oslo Børs. Bestemmelsen harmonerte således med den praksis som gjaldt ved beregning av overtredelsesgebyr for brudd på børsloven og børsforskriften, altså børsens generelle sanksjonssystem. Det passet med andre ord med tradisjonen på børsen å knytte overtredelsesgebyrets størrelse til noteringsavgiften. Ut over dette foreligger ingen reell begrunnelse for at gebyr for brudd på prospektreglene skal knyttets til størrelsen på noteringsavgiften.

Også verdipapirhandellden § 17-4 har regler om beregning av overtredelsesgebyr. I fjerde ledd gis det anvisning om hva som skal vektlegges når overtredelsesgebyr fastsettes. Det heter: "Ved utmåling av overtredelsesgebyr etter første ledd skal det særlig legges vekt på overtredelsens omfang og virkninger, samt graden av utvist skyld." Når prospektkontrollen overføres til Kredittilsynet synes det naturlig at beregning av overtredelsesgebyr skjer etter de retningslinjene verdipapirhandellden setter og som passer i denne "forvaltningstradisjonen". Arbeidsgruppen foreslår derfor at reglene i forskriftens § 7-7 annet ledd a) og b) oppheves. Arbeidsgruppen bemerker at endringen ikke nødvendigvis innebærer noen forskjell med hensyn til gebyrenes størrelse.

Verdipapirhandellden § 17-1 omhandler i henhold til overskriften "*Dagmulkt m.v.*" For prospektkontrollen er imidlertid også regelen om overtredelsesgebyr lagt inn under bestemmelsen. Øvrige regler om overtredelsesgebyr etter verdipapirhandellden er gitt i § 17-4 som har overskriften "*Overtredelsesgebyr.*" Arbeidsgruppen foreslår at regelen om adgang til å ilegge overtredelsesgebyr for overtredelse av prospektreglene flyttes til verdipapirhandellden § 17-4. Dette vil etter arbeidsgruppens mening gi bedre sammenheng i lovverket. § 17-1 fastslår at dagmulkt og overtredelsesgebyr kan pålegges "etter nærmere regler fastsatt av departementet". § 17-4 fjerde ledd har imidlertid allerede nærmere regler om fastsettelse av overtredelsesgebyr. Arbeidsgruppen kan således ikke se at det vil være behov for nærmere regler.

Arbeidsgruppen gjør oppmerksom på at verdipapirhandellden § 17-4 fjerde ledd bare er gjort gjeldende for utmåling av overtredelsesgebyr som er ilagt etter første ledd. I Ot.prp. nr 34 (2006-2007) på s. 446 omtales regelen i merknader til bestemmelsen slik:

"Det følger av *fjerde ledd første punktum* at overtredelsesgebyr skal utmåles individuelt. Bestemmelsen fastsetter også hvilke momenter det særlig skal legges vekt på ved utmålingen. Det antas at det i praksis vil kunne være relativt stor variasjon i omstendighetene rundt den enkelte overtredelse. Overtredelsene vil i praksis kunne være relatert til store beløp, for eksempel verdien av den transaksjon som ikke er flagget osv. Den økonomiske situasjonen til overtrederne vil også variere. Departementet finner ikke grunnlag for å fastsette noen beløpsgrense for overtredelsesgebyr i loven. I *fjerde ledd annet punktum* fremgår det at overtredelsesgebyr tilfaller statskassen."

Etter uttalelsene her synes det å ha vært lovgivers hensikt at bestemmelsen om utmåling av overtredelsesgebyr skal gjelde generelt for alle tilfelle der slikt gebyr utmåles etter loven. Arbeidsgruppen legger til grunn at henvisningen kun til første ledd beror på en inkurie. Arbeidsgruppen forslår på denne bakgrunn at verdipapirhandellden § 17-4 fjerde ledd endres slik at den gjøres gjeldende for utmåling av overtredelsesgebyr etter hele bestemmelsen, følgelig også for overtredelse av regelverket om prospekt.

Verdipapirforskriften § 7-7 annet ledd c) og d), samt 3-5 ledd, gir regler om kontradiksjon, varsel, krav til begrunnelse, offentliggjøring av vedtak m.v. Dette er regler som også følger av forvaltningsloven og offentlighetsloven. Arbeidsgruppen foreslår at bestemmelsene oppheves når prospektkontrollen overføres til Kredittilsynet.

§ 7-8 Klagebehandling

Bestemmelsen fastslår at Børsklagenemnda skal behandle klager på vedtak Oslo Børs treffer om prospektkontroll⁷⁸. Bestemmelsen viderefører tidligere ordning. Andre løsninger ble ikke diskutert i forbindelse med gjennomføringen av prospektdirektivet. I Ot.prp. 69 (2004-2005) på s. 63 er det uten nærmere kommentarer forutsatt at ordningen videreføres så lenge Oslo Børs forestår prospektkontrollen.

Når Kredittilsynet overtar prospektkontrollen er det mindre åpenbart at Børsklagenemnda bør opprettholdes som klageinstans. På den annen side har børsklagenemnda en sammensetning og kompetanse som er egnet for slike saker. Børsklagenemnda oppnevnes av Finansdepartementet og er uavhengig av børsens øvrige organer. Slik sett kommer ikke behandling i Børsklagenemnda i konflikt med hensynet til Kredittilsynet som kontrollinstans for Oslo Børs. Arbeidsgruppen anser det imidlertid mest naturlig at Børsklagenemnda også for fremtiden rendyrkes som organ til behandling av klager over vedtak fattet av regulerte markeder. Arbeidsgruppen foreslår på denne bakgrunn at verdipapirforskriften § 7-8 oppheves.

Dersom verdipapirforskriften § 7-8 oppheves vil utgangspunktet være at Finansdepartementet er klageinstans for vedtak Kredittilsynet treffer i forbindelse med prospektkontrollen. Aktuelle vedtak er pålegg om opplysningsplikt, midlertidig forbud mot gjennomføring av et tilbud eller forbud mot annonsering. I alle tilfeller forutsettes det en rask klagebehandling. Som nevnt tidligere kan prospektkontrollen på samme måte som regnskapstilsynet reise kompliserte regnskapsmessige problemstillinger. Når opplegget for regnskapstilsynet ble diskutert ble klagebehandlingen i slike saker vurdert. I Ot.prp. nr. 89 (2003-2004) på side 73 heter det:

Departementet foreslår en adgang til å opprette en særskilt klagenemnd for behandling av enkeltvedtak under den foreslåtte håndhevsingsordningen for børsnoterte foretaks finansielle rapportering og enkeltvedtak etter revisorloven. Departementet legger opp til å benytte denne adgangen. En slik klagenemnd vil medføre administrative konsekvenser for det offentlige i forbindelse med etablering og oppnevning. Det vil være et mål at klageordningen skal gi redusert behandlingstid sammenlignet med klagebehandling i departementet. Kostnadene med klagenemnden vil særlig bero på antallet enkeltvedtak, klagefrekvensen, omfanget av de enkelte klagen og godtgjørelsen til medlemmene av nemnden. Det er vanskelig å anslå nivået nærmere. Etter departementets vurdering vil kostnadene ved nemndbehandling være noe høyere enn ved klage til departementet. På den annen side skal klageordningen bidra til rask avgjørelse av klagesaker som typisk vil omfatte teknisk kompliserte regnskapsfaglige, revisjonsfaglige og juridiske vurderinger. Departementet anser at nytteverdien vil være større enn de noe økte kostnadene.

Klagebehandling i nemnd vil etter forslaget medføre økte kostnader for de aktuelle børser/autoriserte markedsplasser og revisorer/revisjonsselskaper, samt ev. for klagerne. Etter forslaget skal kostnadene med klagenemnden dekkes av disse ved utligning av utgiftene på de aktuelle børser/autoriserte markedsplasser og revisorer/revisjonsselskaper, samt ev. gjennom å kreve gebyr fra klagerne.

I tråd med dette gir verdipapirhandeloven § 15- 8 hjemmel for å opprette en klagenemnd som skal avgjøre klager på vedtak som gjelder børsnoterte foretaks finansielle rapportering m.v. En slik nemnd er foreløpig ikke oppnevnt.

Arbeidsgruppen bemerker at de samme argumenter som departementet gjør gjeldende for så vidt gjelder disse klagen kan gjøres gjeldende for prospektkontrollen. Arbeidsgruppen foreslår på denne bakgrunn at verdipapirhandeloven § 15- 8 endres slik at forskriftshjemmelen utvides til å omfatte vedtak truffet etter verdipapirhandeloven kapittel 7 om prospektkontroll. Arbeidsgruppen antar at en

⁷⁸ Pr. 15. september 2008 er ingen saker vedrørende prospektkontroll behandlet

klagenemnd kan legges opp på samme måte som dagens Børsklagenemnd, og i og for seg med de samme eller enkelte overlappende medlemmer. Finansdepartementet bør være sekretariat for nemnda.

§ 7-9 Interne retningslinjer

Bestemmelsen fastslår at Oslo Børs skal ha interne retningslinjer for utførelse av prospektkontrollen som skal forelegges Kredittilsynet til orientering. Bestemmelsen ble tatt inn for å sikre Kredittilsynets overordnede kontroll med prospektreglene. Bestemmelsens er overflødig når prospektplikten overføres. Den kan dermed oppheves.

§ 7-10 Rapportering til Kredittilsynet

Bestemmelsen gir regler om Oslo Børs' rapportering til Kredittilsynet knyttet til enkelte sider ved prospektkontrollen. Når kontrollen overføres gir bestemmelsen ingen mening og må oppheves.

§ 7-11 Oppbevaring av saksdokumenter

Bestemmelsens første ledd gir regler om Oslo Børs' oppbevaring av saksdokumenter i forbindelse med prospektkontrollen. Bestemmelsen kom inn i forskriften fordi arkivloven ikke gjelder for Oslo Børs. Når prospektkontrollen overføres til Kredittilsynet vil arkivloven gjelde. Bestemmelsen kan følgelig oppheves.

Bestemmelsens annet ledd gir regler om at Oslo Børs skal offentliggjøre en liste over prospekter godkjent de siste 12 månedene på sin webside. Bestemmelsen gjennomfører prospektdirektivets artikkel 14 som fastslår at prospektmyndigheten på sin hjemmeside skal offentliggjøre alle prospekter som er godkjent de siste 12 måneder, eller en liste over disse. Tilsvarende bestemmelse finnes ikke i verdipapirhandelloven. Bestemmelsen må dermed videreføres når Kredittilsynet overtar prospektkontrollen.

§ 7-12 Kontroll og oppfølging

Bestemmelsen gir regler om Kredittilsynets kontroll med Oslo Børs gjennomføring av prospektkontrollen. Bestemmelsen må oppheves når prospektkontrollen overføres til Kredittilsynet.

6.2.3 Andre endringer i verdipapirforskriften

Verdipapirforskriften § 13-4 Kontroll med finansiell rapportering

Kontrollen med periodisk finansiell rapportering av ”*proforma tall og tilsvarende oppstillinger med tilleggsopplysninger i prospekter*” ble som nevnt lagt til Oslo Børs i forbindelse med at det ble besluttet at prospektkontrollen skal utøves av børsen. I høringsutkastet til forskriften ble dette omtalt slik:

”Proforma tall i prospekt omfattes av EØS-reglene om kontroll med finansiell rapportering. Proforma tall er finansiell informasjon som vises som tilleggsopplysninger til historisk finansiell informasjon, vanligvis som noteinformasjon. Informasjon kan gis for inneværende periode og for tidligere år. Proforma tall utarbeides for å gi et bedre grunnlag for å kunne sammenligne finansiell informasjon med tidligere perioder dersom det har inntruffet forhold som gjør at periodene ikke er direkte sammenlignbare, og det ikke er anledning til å omarbeide de historiske tallene. Proforma tallene skal således vise hvordan en eller flere bestemte transaksjoner ville kunne ha påvirket historisk finansiell informasjon dersom transaksjonen hadde blitt gjennomført på et tidligere tidspunkt.

Kredittilsynet mener det er naturlig at Oslo Børs kontrollerer prospekters proforma tall, ettersom prospektkontrollen for øvrig skal forestås av børsen. ”

Når prospektkontrollen overføres til Kredittilsynet må bestemmelsen oppheves.

6.3 Løpende informasjonsplikt

Reglene om ikke periodisk rapportering - eller løpende informasjonsplikt - fremgår som nevnt i pkt. 2.1.4 i verdipapirhandeloven §§ 5-2 og 5-3. Bestemmelsene fastslår at utsteder uoppfordret og umiddelbart skal offentliggjøre innsideinformasjon som angår utsteder. Lovens utgangspunkt er at Kredittilsynet fører tilsyn med overholdelse av bestemmelsene og kan ilegge overtredelsesgebyr for brudd på bestemmelsene etter verdipapirhandeloven § 17-4 tredje ledd. Departementet kan imidlertid delegere Kredittilsynets tilsyn med overholdelse av bestemmelsene til regulert marked. Slik delegasjon er gitt i verdipapirforskriften § 13-1. Når Kredittilsynets myndighet til å føre tilsyn med bestemmelsene er delegert, følger adgangen til å ilegge overtredelsesgebyr automatisk med.

Under pkt 2.1.4 og 5.1.4 har arbeidsgruppen beskrevet arbeidet knyttet til den løpende informasjonen som todelt; en korrigerende funksjon og en sanksjonerende funksjon. Førstnevnte innebærer som nevnt tett dialog med de børsnoterte foretakene vedrørende spørsmål om opplysningsplikt foreligger og om vilkår for utsatt offentlighet er til stede, samt initielle undersøkelser vedrørende brudd på regelverket. Den sanksjonerende funksjonen innebærer nærmere undersøkelser av saker hvor potensielle brudd er påvist og sanksjonering av disse.

Som nevnt i 5.1.4, finner arbeidsgruppen ikke grunn til å foreslå endringer i arbeidsfordelingen mellom Oslo Børs og Kredittilsynet for så vidt gjelder ”den korrigerende funksjonen”. Det synes naturlig at markedsplassen håndterer og utøver kontrollen med den mer operative delen av den løpende informasjonsplikten. I tråd med dette synet bør regulert marked fortsatt motta meldinger fra utsteder når utsatt offentliggjøring er besluttet, slik verdipapirforskriften § 5-1 krever. Det legges til grunn at eventuelle vedtak fattet av Oslo Børs i tilknytning til den korrigerende funksjonen vil følge reglene som gjelder klage på avgjørelser fattet av Oslo Børs.

Arbeidsgruppen foreslår imidlertid at ”den sanksjonerende funksjonen” overføres fra Oslo Børs til Kredittilsynet. Forslaget innebærer at initielle undersøkelser vedrørende eventuelle brudd på opplysningsplikten fortsatt vil utføres av Oslo Børs, mens den nærmere oppfølging utføres av Kredittilsynet. Mulige brudd må dermed rapporteres til Kredittilsynet som vil følge opp disse med videre undersøkelser og eventuelle sanksjoner. Tilsvarende arbeidsdeling foreligger for så vidt gjelder bestemmelsene om innsidehandel og markedsmanipulasjon i dag. Begrunnelsen for arbeidsgruppens forslag fremgår av pkt. 5.1.4.

Forslaget innebærer at delegasjonsbestemmelsen i verdipapirforskriften må § 13-1 oppheves. Ved opphevelse av bestemmelsen vil hovedregelen i verdipapirhandeloven § 15-1 annet ledd første setning som fastslår at Kredittilsynet fører tilsyn med overholdelsen av verdipapirhandelovens regler, gjelde. Adgangen til å ilegge overtredelsesgebyr etter verdipapirhandeloven § 17- 4 tredje ledd følger automatisk med. Endringsforslaget krever dermed ingen lovendringer.

7. Økonomiske og administrative konsekvenser

Som i kapittel 6 omtales konsekvensene av endringsforslagene. Områder der arbeidsgruppen ikke foreslår endringer omtales ikke.

7.1 Rammebetingelser knyttet til prospektkontrollen

Av prospektdirektivets artikkel 21nr. 2 fremgår det at muligheten for delegasjon av oppgaver knyttet

til prospektkontroll til Oslo Børs bortfaller ved utgangen av 2010. I direktivteksten heter det:

”Member States may allow their competent authority or authorities to delegate tasks. Eksept for delegation of the publication on the Internet of approved prospectuses and the filing of prospectuses as mentioned in Article 14, any delegation of task relating to the obligations provided for in this Directive and in its implementing measures shall ... end on 31 December 2011.”

Arbeidsgruppen legger på denne bakgrunn til grunn at overføring av prospektkontrollen til Kredittilsynet gjennomføres i 2010. Arbeidsgruppen legger til grunn at overføring bør skje etter første mai og på et tidspunkt som avtales nærmere mellom Oslo Børs, Finansdepartementet og Kredittilsynet. Arbeidsgruppen legger til grunn at eventuelle overgangsordninger avtales nærmere.

Utøvelse av prospektkontroll krever høy beredskap. Oppgaven krever dels ny kompetanse og dels arbeidsformer som kan avvike fra dem Kredittilsynet benytter i dag. Blant annet forutsettes det at det gis veiledning overfor utstederselskapene knyttet til utformingen av prospekter. Denne typen ”veiledningsoppgaver” er til en viss grad fremmed for Kredittilsynet. Prospektkontroll vil også stille strenge krav til kontrollinstansens beslutningsevne. Det vil kreves en annen hurtighet i beslutningsprosessen enn de mer tradisjonelle tilsynsoppgavene. Dersom Kredittilsynet skal løse oppgaven på en faglig forsvarlig måte kreves det arbeidsprosesser og rapporteringsløsninger som i tilstrekkelig grad ivaretar behovet for effektivitet.

Prospektkontrollen innebærer således at det arbeides innen knappe tidsfrister og kan medføre behov for oppfølging på tidspunkt utenfor normal arbeidstid. Medarbeidere knyttet til prospektkontroll må påregne en uforutsigbar arbeidssituasjon. Selv om dette i perioder også gjelder for andre medarbeidere i Kredittilsynet, oppfatter arbeidsgruppen at prospektkontroll skiller seg fra øvrige arbeidsfelt ved at erfaring viser at arbeid ofte vil måtte utføres i- og i tilknytning til- høytider mv

Arbeidsmengden varierer betydelig med aktiviteten i markedet. Evne til å holde beredskap, og til å utnytte ledig kapasitet i stille perioder, er dermed en utfordring. Overtagelse av prospektkontrollen vil dermed kreve omstilling og kompetansebygging i organisasjonen. Nedenfor drøftes de personellmessige og organisatoriske behov overtagelse av prospektkontrollen vil medføre. Den nærmere organiseringen av nye arbeidsoppgaver internt i Kredittilsynet faller imidlertid utenfor utredningen.

7.1.1 Personellmessige behov

Prospektkontrollen omfatter i utgangspunktet to typer kontrollhandlinger. Den første er sjekklisterbasert og innebærer som nevnt kontroll av at alle opplysninger som utsteder etter lov og forskrift skal gi i prospektet, foreligger. I tillegg innebærer prospektkontrollen en innholdskontroll som omfatter regnskapsmessige problemstillinger, innholdet i historisk regnskapsinformasjon, vurdering av beskrivelser av avtaler/sammendrag etc⁷⁹. De to typene kontrollhandlinger kan kreve ulike personellmessige ressurser.

Ved vurderingen av hvilke personellmessige ressurser prospektkontrollen krever er det naturlig å ta utgangspunkt i de ressursene Oslo Børs benytter i dag. Det er videre naturlig å se hen til andre lands tilsynsmyndigheter, se omtalen i kapittel 4.

Prospektkontrollen for aksjesiden på Oslo Børs ledes i dag av en erfaren jurist. Lederen for prospektkontrollen har også andre oppgaver på Oslo Børs. I tillegg har Oslo Børs pr. i dag 4 ½ stilling dedikert til prospektkontroll på aksjesiden. Samtlige ansatte er yngre økonomer. Disse tar seg i stor grad av den ”sjekklisterbaserte” kontrollen. For de kompliserte spørsmålene trekkes det på ressursene i

⁷⁹Når det gjelder særlig komplisert finansiell informasjon, herunder proforma og virksomhetssammenslutninger, anbefaler CESR at slik informasjon gjennomgås i alle prospekter hvor denne typen informasjon foreligger, jf CESR QA.

selskapsavdelingen, som består av 3-4 revisorer samt mer erfarne økonomer og jurister. I utgangspunktet er det to saksbehandlere på hvert prospekt. En hovedsaksbehandler fra prospektavdelingen gjennomgår at alle innholdskrav er oppfylt. I tillegg vil en annen saksbehandler gjennomgå utvalgte deler av prospektet. For børsnoterte selskaper er utgangspunktet at den selskapsansvarlige fra selskapsavdelingen skal foreta denne ekstrakontrollen. Ved børsnotering er utgangspunktet at det er den saksbehandleren fra selskapsavdelingen som er ansvarlig for noteringsprosessen som er hovedsaksbehandler. For enkelte unoterte prospekter (serier) benyttes kun en saksbehandler.

Renteprospekter kontrolleres av Oslo Børs renteavdeling. Avdelingen har 61/2 årsverk hvorav ca 2 årsverk går med til prospektkontroll (unntatt ABM). Avdelingen er bemannet med en blanding av erfarne og nokså nyutdannede økonomer. Prospektkontrollen utføres ikke av dedikerte medarbeidere, men ofte av de yngre, som trekker på de mer erfarne ved behov.

Det må kunne legges til grunn at Kredittilsynet vil ha omtrent samme bemanningsbehov som Oslo Børs. Ses renteavdelingen og aksjeavdelingen under ett legger arbeidsgruppen til grunn at det kreves en gruppe på 5-6 medarbeidere som er fulltidsbeskjeftiget med prospektkontroll. Både Oslo Børs og de tilsynsmyndighetene arbeidsgruppen har vært i kontakt med benytter i stor grad relativt nyutdannede økonomer og jurister til dette arbeidet. Det legges til grunn at Kredittilsynet har behov for omtrent samme kompetanse.

I tillegg har så vel Oslo Børs som de øvrige tilsynsmyndighetene en "stamme av" svært erfarne medarbeidere. Det dreier seg om jurister med mange års erfaring med selskaps- og verdipapirrettslige problemstillinger, samt revisorer. Disse benyttes til kontroll av at utvalgte deler av prospekter, slik som at proforma tall, opplysninger om avtaler mv. er dekkende. Uten tilgang på høyt kvalifiserte medarbeidere vil det neppe være mulig å opprettholde den kvalitet på prospektkontrollen som Oslo Børs holder i dag. Felles for disse yrkesgruppene er at de er vanskelige å rekruttere, med et forholdsvis høyt lønnsnivå. Både ut fra ønske om å benytte vanskelig rekrutterbar kompetanse så effektivt som mulig og ut fra ønske om må tilby denne typen medarbeidere et arbeidsområde som finnes attraktivt over tid, er det nødvendig å tenke i retning av "flerbruksområder". Oslo Børs har opplyst at de anser det vanskelig å beholde erfarne jurister og revisorer som kun arbeider med prospektkontroll. Som omtalt i pkt. 3.5. må det antas å være synergieffekter mellom regnskapstilsynet med de børsnoterte utstederforetakene og prospektkontrollen. Regnskapstilsynet har blant annet opparbeidet bransjekunnskap for så vidt gjelder bransjer som er sterkt representert på Oslo Børs. Dette er kompetanse som er nødvendig også ved utøvelse av prospektkontroll. Mulighet for å benytte medarbeiderne til begge oppgaver gir fleksibilitet og god kapasitetsutnyttelse. Et større fagmiljø med fleksibilitet i utnyttelsen av den enkelte medarbeider, vil også være mer robust for ytre påvirkning som fravær og turnover. En mulig løsning vil således være å styrke regnskapstilsynet med kapasitet som utnyttes både til prospektkontroll og øvrige oppgaver. Det må på tilsvarende måte kunne antas at erfarne jurister vil kunne utnyttes til oppgaver ved regnskapstilsynet og ved prospektkontroll. Legges Oslo Børs bemanning til grunn kan det påregnes at det vil være behov for 2 årsverk fra erfarne medarbeidere. Selv om spisskompetanse på dette området vil måtte rekrutteres på et forholdsvis høyt lønnsnivå, antar arbeidsgruppen at det er mulig å rekruttere medarbeidere innenfor det lønnsnivå statens regulativ gir rom for i dag. Arbeidsgruppen antar således at det på det nåværende tidspunkt ikke er behov for å søke medarbeidere fristilt fra statens lønnsregulativ (ref. mandatet).

7.1.2 Organisatoriske utfordringer

Ofte vil en først ved kompetent gjennomlesning avdekke om prospektet reiser spørsmål som bør utredes nærmere. En utfordring knyttet til "sjekklistebasert" prospektkontroll kombinert med særlig fagkompetanse som benyttes på utvalgte områder, er dermed at problemstillinger blir oversett, eller ikke oppdaget i tide, fordi den tunge fagkompetansen kobles inn etter initiativ fra mindre erfarne medarbeidere. Der er således av stor viktighet at det opparbeides gode rutiner for kontakt mellom de

ulike fagmiljøene som er involvert i prospektkontrollen. Uavhengig av hvordan arbeidet organiseres i Kredittilsynet, vil det være viktig å sikre at en viderefører Oslo Børs' samhandling mellom prospekt- og selskapsavdeling.

En utfordring ligger også i at prospektkontroll i noen grad vil innebære forhåndskontroll av finansiell rapportering mens regnskapstilsynet foretar etterkontroll av rapporteringen. Kombinasjonen av forhånds- og etterhåndskontroll vil kunne innebære renommérisiko for Kredittilsynet. Også av denne grunn vil det være viktig å opparbeide gode rutiner og prosedyrer for samhandling mellom prospektkontrollen og regnskapstilsynet.

En utfordring i en noe annen gate knytter seg til at det er nær sammenheng mellom prospektkontrollen og kontroll med opptak til notering. Oslo Børs overfører som nevnt hovedansvaret for prospektkontrollen til den som er ansvarlig for noteringskontrollen i selskapsavdelingen når prospektet gjelder børsnotering. For utsteder vil det være av stor betydning at de to prosessene samlet sett gir et godt grunnlag for børsintroduksjon.

Arbeidsgruppen bemerker at noteringskontrollen vil gå forut for prospektkontrollen i tid. Ved godkjenning av opptak til notering hos Oslo Børs vil det dermed måtte tas forbehold om at prospektet blir godkjent i Kredittilsynet og at en eventuell spredningsplassering gjennomføres. Arbeidsgruppen legger til grunn at det må innarbeides rutiner for samhandling mellom noteringskontrollen på Oslo Børs og prospektkontrollen i Kredittilsynet som legger til rette for at kontrollen flyter godt begge steder og som gir grunnlag for gode prosesser for utsteder. I den grad Oslo Børs også i fremtiden velger å knytte kravene til et informasjonsdokument/tilsvarende dokument til prospektdirektivet, kan det også være en utfordring å koordinere tolkningen av innholdskravene.

Prospektkontrollen innebærer håndtering av en stor mengde informasjon om utstederselskaper. Slik informasjon kan i en tidlig fase av prosessen være av kurssensitiv karakter. Arbeidsgruppen bemerker at mottak av slik informasjon innebærer en renommérisiko for Kredittilsynet og at det er viktig at det finnes gode rutiner for håndtering av denne typen informasjon. Arbeidsgruppen bemerker imidlertid at Kredittilsynet allerede mottar informasjon som kan være kurssensitiv i forbindelse med sine øvrige oppgaver. Arbeidsgruppen anser således ikke at det er behov for andre rutiner for informasjonshåndtering knyttet til prospektkontroll enn for øvrige arbeidsoppgaver hvor dette forekommer.

7.1.3 Behov for raske beslutningsprosesser

Som nevnt innebærer prospektkontrollen at det arbeides innenfor korte, lovpålagte frister. Prospektkontrollen krever således normalt en annen hurtighet i beslutningsprosessen enn de mer tradisjonelle tilsynsoppgavene. I tilknytning til kontrollen vil det måtte fattes beslutninger som kan være av prinsipiell karakter og som etter dagens forretningsorden kan tenkes å kreve styrebehandling. Selv om forretningsordenen åpner for saksbehandling utenfor de faste møtene, antar arbeidsgruppen at den lovpålagte saksbehandlingstiden vil innebære at styrebehandling av spørsmål som oppstår i tilknytning til prospektkontrollen i forkant av avgjørelsen, vil kunne være vanskelig å gjennomføre. Arbeidsgruppen bemerker derfor at det kan være naturlig at det gjøres tilpasninger i styrets forretningsorden i forbindelse med at prospektkontrollen overtas og at det delegeres til administrasjonen å fatte alle løpende vedtak knyttet til godkjenning av prospekt.

Arbeidsgruppen legger videre til grunn at det på grunn av lovpålagte, korte saksbehandlingsfrister, kan være nødvendig å delegere kompetanse til enkeltmedarbeidere på en annen måte enn Kredittilsynet, som linjeorganisasjon, er vant til i dag. Arbeidsgruppen legger til grunn at det vil være hensiktsmessig at slike delegasjoner i tilfelle bør gis til to medarbeidere i fellesskap.

Arbeidsgruppen legger til grunn at forslag til nødvendige delegasjoner, herunder eventuelle forslag til endringer i styrets forretningsorden, vil måtte utarbeides når den interne organiseringen av arbeidet i Kredittilsynet er fastlagt.

7.1.4 Utfordringer knyttet til arbeidsflyt

Både i renteavdelingen og aksjeavdelingen på Oslo Børs er det store variasjoner i arbeidsmengden knyttet til prospekter. For renteavdelingen, hvor prospektkontrollen inngår som en av flere arbeidsoppgaver, er det opplyst at variasjonene ikke har medført større problemer. Prospektkontrollen må pr. definisjon gis prioritet mens mindre tidskritiske oppgaver må vike. På aksjesiden har det vært mer krevende å håndtere de største toppene. Dette er dels løst ved at medarbeiderne i perioder har arbeidet svært mye, dels ved å trekke på selskapsavdelingen og dels ved å leie inn eksterne.

Arbeidsgruppen legger til grunn at medarbeidere knyttet til prospektkontroll må påregne en noe mindre forutsigbar arbeidssituasjon, med arbeid på ukurante tider (påske, pinse osv) og arbeid ut over normal arbeidstid enn øvrige medarbeidere i Kredittilsynet normalt vil ha. Dagens arbeidstidsbestemmelser gir hjemmel for å pålegge overtid. Fordi prospektkontrollen, også i en "normalsituasjon", vil medføre arbeid på ukurante tider anser arbeidsgruppen det likevel hensiktsmessig at det innarbeids bestemmelser om ubekvem arbeidstid i ansettelsesavtalen. Som kompensasjon kan det i tillegg til vanlig lønn vurderes å gi et beredskapstillegg.

Selv med utstrakt overtidarbeid vil det kunne oppstå perioder hvor den faste staben av medarbeidere ikke makter å ta unna prospektkontrollen innen de fristene loven fastsetter. Som nevnt benytter Oslo Børs medarbeidere som primært er knyttet til selskapsavdelingen til prospektkontroll i ekstraordinært travle perioder. Regnskapstilsynet i Kredittilsynet har medarbeidere med kompetanse innen sterke sektorer på Oslo Børs. I pkt. 5.1.1. foreslår arbeidsgruppen å styrke regnskapstilsynet med medarbeidere som også benyttes som ressurs for kompliserte spørsmål knyttet til prospektkontroll. Arbeidsgruppen bemerker at det er viktig at det legges til rette for et nært samarbeid mellom de ulike arbeidsområdene.

Som nevnt over har Oslo Børs i perioder med ekstraordinær arbeidsbelastning forsøkt å leie inn kompetent arbeidskraft fra ulike konsulentfirmaer. Oslo Børs har opplyst at de har sluttet med dette fordi løsningen fungerte dårlig. Det viste seg i praksis vanskelig å skaffe personer som kunne gå rett inn i oppgaven slik at det ble brukt uforholdsmessig mye tid på opplæring. "Gjenbruk" av konsulenter i flere travle perioder har vist seg vanskelig fordi de har vært ute på andre oppdrag, eller har sluttet, når behovet har meldt seg. Idet de store konsulentfirmaene ofte har engasjementer knyttet til utsteder vil også habilitet kunne utgjøre en utfordring med hensyn til innleie av arbeidskraft.

Kredittilsynet har generelle innleieavtale med alle de store konsulentselskapene på regnskap. For regnskapstilsynet har avtalen fungert etter forutsetningene. Denne avtalen vil også kunne benyttes ved behov knyttet til prospektkontroll. (Ernst & Young, Deloitte, KPMG, PWC og snart også BDO.) Arbeidsgruppen bemerker at innleie av arbeidskraft til prospektkontroll fremstår som en mulighet som vil kunne vurderes fortløpende.

7.1.5 Finansiering av prospektkontrollen

Kredittilsynslovens § 9 gir regler om finansiering av Kredittilsynets virksomhet. For foretak under tilsyn utliknes utgiftene til Kredittilsynets arbeid på institusjonene under tilsyn på de ulike grupper av institusjoner etter omfanget av tilsynsarbeidet. Utgiftene ved tilsynet med overholdelsen av de alminnelige bestemmelser om verdipapirhandel og utgifter ved tilsynet med overholdelsen av

betalingssystemloven, utliknes etter størrelsen på den "ordinære" utlikningen som nevnt. Disse utgiftene utliknes likevel ikke på eiendomsmeglerforetak, inkassoforetak, revisorer, revisjonsselskap eller regnskapsførere. Utlikningen foretas i etterkant av budsjettåret. Eksempelvis vil det budsjett Kredittilsynet fikk bevilget for 2007 utliknes i 2008 etter at fordelingen av tilsynet på de ulike tilsynsgrupper er avklart.

Utgiftene ved tilsynet med overholdelsen av verdipapirhandellovens krav til periodisk rapportering for utstederforetak, utlignes på børser og autoriserte markedsplasser. I forbindelse med faktureringen av øvrige avgifter til Oslo Børs viderefakturerer børsen utstederselskapene slik at samtlige norske selskap og låntakere notert i løpet av et regnskapsår som omfattes av kontrollen vil inngå i beregningen. Det totale beløpet som viderefaktureres deles på de selskapene og låntakerne som omfattes av kontrollen etter en fordelingsnøkkel.

Prospektkontroll ved søknad om notering på regulert marked vil være knyttet til utstederforetak. Utligning på utstederforetakene etter mønster fra regnskapskontrollen kan dermed være en måte å finansiere oppgaven på. Ved søknad om notering av rettigheter til erverv av for eksempel aksjer, vil imidlertid søker kunne være en annen enn det selskap som har utstedt aksjene, for eksempel ved utstedelse av warrants. Et betydelig antall prospekter til behandling gjelder også unoterte selskap. Utligning på utstederforetakene etter dagens mønster alene vil således kunne medføre at de noterte utstederforetakene belastes med utgifter som ikke er knyttet til deres virksomhet.

Børsen krever i medhold av verdipapirforskriften gebyr til dekning av utgifter til prospektkontroll. Gebyrene er fastsatt etter stykkpris og varierer fra kr. 50 000 (registreringsprospekt) til kr. 10 000 (tilleggsprospekt). Gebyrene fastsettes slik at de forutsettes å dekke børsens utgifter knyttet til prospektkontroll. Som nevnt fastslår verdipapirhandelloven at Kredittilsynet kan kreve gebyr til dekning av utgifter til prospektkontrollen. De europeiske tilsynsmyndigheter arbeidsgruppen har vært i kontakt med tar gebyr for prospektkontroll etter en stykkprismodell. Arbeidsgruppen kan på denne bakgrunn ikke se noen grunn til å oppheve gebyrplikten selv om kontrollen skal overføres fra Oslo Børs til Kredittilsynet.

Idet arbeidsmengden knyttet til det enkelte prospekt vil være den samme på Oslo Børs og i Kredittilsynet legger arbeidsgruppen til grunn at kostnadene ved behandling av prospektene vil være sammenlignbare. Det er således naturlig at Kredittilsynet ser hen til det nivået Oslo Børs har lagt til grunn når det skal utarbeides satser for prospektkontroll i Kredittilsynet, slik at Kredittilsynet, på samme måte som Oslo Børs, legger opp til gebyrsatser som i normalsituasjonen og over tid vil dekke de faktiske kostnadene knyttet til prospektkontroll.

En gebyrløsning alene kan imidlertid reise problemstillinger knyttet til løpende finansiering. Kredittilsynet vil for det første være avhengig av finansiering i forkant av at arbeidet skal utføres, mens gebyrer vil komme inn løpende, i tilknytning til kontrollen. Arbeidet knyttet til prospektkontroll varierer som nevnt også sterkt med aktiviteten i markedet. Totale antall gebyrer vil således også variere. Kredittilsynet er imidlertid, uavhengig av antall prospekter til behandling det enkelte år, avhengig av å være satt opp med en grunnkompetanse og en grunnbemanning, som ut fra gjennomsnittsbetraktninger vil være tilstrekkelig til å løse oppgaven. Utgiftene forbundet med prospektkontroll vil således til en viss grad ligge fast. Medarbeidere knyttet til prospektkontroll forutsettes å benyttes til andre oppgaver knyttet til markedsovervåking i stille perioder.

En gebyrløsning alene vil på bakgrunn av ovenstående kunne innebære at utgiftene til prospektkontroll i enkelte år ikke dekkes av inntekter fra gebyrer alene. Arbeidsgruppen legger på denne bakgrunn til grunn at en gebyrløsning må kombineres med utligning på utstederforetakene. Arbeidsgruppen bemerker at en kombinert løsning teknisk er godt forenlig med dagens finansiering av Kredittilsynets virksomhet. Kredittilsynets budsjett fastsettes for det enkelte år i statsbudsjettet. Utligningen på tilsynsgruppene foretas imidlertid påfølgende år. Arbeidsgruppen har vurdert om gebyrene bør inntektsføres av Kredittilsynet eller om innbetalingene bør gå direkte til statskassen uten at de tas inn i Kredittilsynets regnskap. Ut fra en samlet vurdering anser arbeidsgruppen det mest hensiktsmessig at gebyrene inntektsføres løpende av Kredittilsynet og at inntektene det enkelte år kommer til avkorting i den aktuelle utlikningspost for det aktuelle året. Ettersom gebyrene vil variere med antall prospekter til behandling vil løsningen innebære at utligningen på foretakene varierer fra år til år. Det kunne således reises spørsmål om det er behov for en utjevningsordning. Arbeidsgruppen forutsetter imidlertid at gebyrsatsene fastsettes slik at de i normalsituasjonen og over tid vil dekke de faktiske kostnadene ved prospektkontroll. Forutsatt at gebyrene over tid gir kostnadsdekning, har man på denne måten også ivarett hensynet til at utstederforetakene på Oslo Børs ikke skal belastes med utgifter som bør oppbæres av andre. Det anbefales at man avventer eventuell etablering av en utjevningsordning til man har fått mer erfaring med utlikningsordningen.

Arbeidsgruppen peker på at de samme praktiske hensyn som begrunner utligning av utgifter til tilsynet med periodisk rapportering for utstederforetak på børser og autoriserte markedsplasser, gjør seg gjeldende ved utligning for prospektkontroll. Utgiftene ved prospektkontroll utenom det som dekkes av gebyrene, bør således utlignes på børser og autoriserte markedsplasser på samme måte som for regnskapskontrollen. Hvorvidt utligningen skal spesifiseres på hhv regnskapskontroll og prospektkontroll er et spørsmål, men arbeidsgruppen legger til grunn at det er naturlig. Alternativet er at Kredittilsynet forestår utligningen på utstederforetakene direkte.

Arbeidsgruppen legger til grunn at den tekniske utformingen av finansieringen av prospektkontrollen vil måtte gjennomgås nærmere i samarbeid med Finansdepartementet.

7.2 Løpende informasjonsplikt

7.2.1 Personellmessige ressurser - organisering

Børsen har bygd opp ressurser og kompetanse for å løse oppgavene knyttet til løpende informasjonsplikt. Skal Kredittilsynet overta ansvaret for oppfølging av "den sanksjonerende fasen" må Kredittilsynet tilføres ressurser. Det vil være nære tilknytningspunkter mellom de oppgaver markedsovervåkingen i Kredittilsynet utfører i dag og tilsynet med informasjonsplikten. Arbeidsgruppen har lagt til grunn at tilsyn med informasjonsplikten kan gi medarbeiderne som arbeider med atferdssaker større basiskunnskap om det enkelte utstederselskaps virksomhetsområde og beslutningsstrukturer – noe som samlet sett kan effektivisere kontrollen med verdipapirhandelens bestemmelser.

I motsetning til det som gjelder for prospektkontrollen, hvor en kan ta utgangspunkt i de årsverk som medgår til denne oppgaven på Oslo Børs, er det vanskelig å angi noe eksakt om behovet for å styrke bemanningen knyttet til arbeid med løpende informasjonsplikt. Et mulig utgangspunkt er antall saker til behandling hos Oslo Børs. Som nevnt i pkt. 2.1.4 er 175 saker behandlet i Oslo Børs' "Info Task Force" sidene 2006. Selv om det, som i innsidesaker, må legges til grunn at Oslo Børs oversender saker på "lav terskel" kan det antas at det skjer en viss avskalling i Oslo Børs som førsteinstans. Arbeidsgruppen legger til grunn at adferdstilsynet i utgangspunktet bør styrkes med et par medarbeider ved overtagelse av oppgaven, men at behovet må vurderes igjen når Kredittilsynet høster erfaring med arbeidsbelastningen.

Arbeidsgruppen forutsetter at man – slik som i andre adferdssaker - får til et godt samarbeid med Oslo Børs slik at sistnevnte så langt mulig forbereder sakene før oversendelse. Kredittilsynet har likevel erfaring for at det til sanksjonskompetanse vil medfølge en del løpende henvendelser fra brukerne av regelverket. Hertil kommer at det vil være naturlig at Kredittilsynet tar en mer aktiv del i kommunikasjonen av regelverket i form av rundskriv, enkeltuttalelser, foredrag og lignende.

Gitt en arbeidsfordeling hvor Oslo Børs fortsatt utfører arbeid i den korrigerende fasen mens Kredittilsynets oppgaver først og fremst vil være knyttet til undersøkelser i etterkant av eventuelle brudd og sanksjonering, ser ikke arbeidsgruppen behov for vesentlig annen organisering av arbeidet, eller arbeidsformer for øvrig, enn de som er innarbeidet i forbindelse med markedsmisbruksreglene i dag.

7.2.2 Utligning

Arbeidsgruppen bemerker at en overføring av oppgaver knyttet til ”den sanksjonerende fasen” av arbeidet med løpende informasjonsplikt ikke reiser andre utligningsspørsmål enn det øvrige arbeidet knyttet til markedsovervåkning. Arbeidsgruppen bemerker imidlertid at det likevel kan være grunn til å vurdere utligningen for utgifter knyttet til markedsovervåkning på nytt.

Som nevnt utlignes utgiftene ved tilsynet med overholdelsen av de alminnelige bestemmelser om verdipapirhandel på øvrige tilsynsenheter etter størrelsen på den ”ordinære” utlikningen. Disse utgiftene utliknes likevel ikke på eiendomsmeglerforetak, inkassoforetak, revisorer, revisjonsselskap eller regnskapsførere. Det er kun ”ordinære tilsynsenheter” som banker, forsikringsselskap og verdipapirforetak som utlignes for tilsynet med bestemmelsene om markedsadferd. Utstederforetakene er ikke med og bærer kostnadene ved markedsovervåkning.

Arbeidsgruppen bemerker at denne løsningen er historisk betinget. Når utligningssystemet for markedsovervåkning ble utviklet hadde Kredittilsynet eksempelvis ikke tilsyn med den periodiske rapporteringen fra utstederforetakene. Regelverket ble følgelig basert på de bestemmelser om utligning som den gangen forelå. Arbeidet med markedsovervåkning har imidlertid over tid vokst i omfang og stadig flere av oppgavene som utføres som et ledd i markedsovervåkingen har en direkte side mot utstederforetakene. Dette gjelder for eksempel kontroll med listeføringsplikten, undersøkelsesplikten samt melde- og flaggeplikt. Utstederforetakene har i tillegg en sterk og direkte interesse i at markedsovervåkingen holder et høyt nivå slik at tilliten til at markedet for deres finansielle instrumenter opprettholdes. Arbeidet knyttet til markedsovervåking har betydning også for enkelte av de ordinære tilsynsområdene, som verdipapirforetak i kraft av sin rolle som markedsdeltaker, banker som långiver til utstederforetak, og ikke minst regulerte markeder selv.

Arbeidsgruppen foreslår på denne bakgrunn at utgiftene ved tilsynet med overholdelsen av de alminnelige bestemmelser om verdipapirhandel deles mellom enkelte av de ordinære tilsynsområdene og utstederforetakene. For periodisk rapportering og prospektkontroll legger arbeidsgruppen til grunn at utligning på utstederforetak bør foretas på børser og markedsplasser på samme måte som for ikke-periodisk rapportering, og at belastningen på institusjonsgruppene blir sett i forhold til utligningsandelene for øvrig. En slik løsning krever endring av Kredittilsynslovens bestemmelser om utligning.

7.3 Administrative støttefunksjoner

Tilførsel av nye arbeidsoppgaver krever i tillegg til økte ressurser på de respektive fagområder, ressurser til administrasjon, som personal, arkivtjenester osv. Avhengig av den bemanning som til slutt blir vedtatt vil det også kreves økte ressurser til støttefunksjonene i form av en viss multiplikatoreffekt. Overtakelse av prospektkontrollen vil kreve at et legges til rette med lokaler for en slik enhet. Arbeidsgruppen peker på at tilleggsoppgavene utredningen omfatter, kan tenkes å kreve ekstra kapasitet knyttet til informasjon og kommunikasjon.

7.4 Ansvarsforhold ved feil

Ved tilbud om tegning eller kjøp av aksjer som fremsettes av det selskapet som har utstedt aksjene, er selskapets styre ansvarlig for at prospektet fyller de krav som er fastsatt. Tilsvarende gjelder ved opptak til notering på regulert marked. Det er ingen eksplisitt bestemmelse i verdipapirhandelloven om hvem som skal være ansvarlig for prospektet i andre tilfeller. Det skal imidlertid fremgå av prospektet hvem som er ansvarlig.

De som er ansvarlige for prospektet skal avgi en erklæring om:

"at opplysningene i prospektet så langt de kjenner til, er i samsvar med de faktiske forhold og at prospektet ikke inneholder villedende eller ufullstendige opplysninger om forhold som er av betydning ved bedømmelsen av spørsmålet om å akseptere tilbudet, eller at det i prospektet ikke forekommer utelatelser som er av en slik art at de kan endre prospektets betydningsinnhold."

Utgangspunktet er at et prospekt skal inneholde de opplysninger som er nødvendige for at investorene skal kunne foreta en velfundert vurdering av usteders og eventuelle garantisters økonomiske stilling og utsikter og av rettigheter knyttet til de nevnte verdipapirene. Det er i tillegg gitt forskriftsbestemmelser om konkrete opplysninger som skal fremgå av ulike typer prospekt.

Oslo Børs har i sin prospektkontroll lagt stor vekt på å kun forholde seg til oversendte prospekter og eventuelle tilleggsopplysninger fra "tilbyderen". Børsen gjennomgår ikke bakgrunnsmateriale som garantiavtaler mv. Børsen vurderer heller ikke avtalerettslige eller selskapsrettslige forhold, og det tas uttrykkelig forbehold om dette i godkjennelsesbrevet. Dersom børsen er i tvil om det kan foreligge strid mot slike regler ber Oslo Børs normalt tilrettelegger eller respektiv advokat om en bekreftelse på at prospektet er i samsvar med gjeldende selskaps- eller avtalerettslige regler. Kontrollen tar utgangspunkt i en sjekkliste over konkrete opplysninger som skal fremgå av prospektet. Det har aldri vært stilt spørsmål ved om Oslo Børs har godkjent et "mangelfullt" prospekt og derfor skulle ha noen form for erstatningsansvar.

Forutsatt at prospektkontrollen i Kredittilsynet utføres på samme måte som hos børsen, antar arbeidsgruppen at det vil være svært vanskelig å komme i en erstatningsbetingende ansvarssituasjon dersom det etter godkjenning viser seg at et prospekt er villedende eller ufullstendig. Det er de ansvarlige for prospektet som er nærmest til å vurdere hvilke opplysninger som er nødvendig for investorene. Kontrollmyndigheten kan ikke forventes å ha bedre kjennskap til utstederen, verdipapirene mv. enn den ansvarlige for prospektet. På punkter der det er eksplisitte krav til konkrete opplysninger, vil mangelfull gjennomgang av sjekklister kunne medføre at enkelte lovkrav ikke er oppfylt. Det vil kunne hevdes at kontrollen har vært mangelfull, men det vil fortsatt være den ansvarlige for prospektet som i første rekke har et ansvar overfor investorene.

Etter verdipapirhandelloven § 7-16 kan prospektmyndigheten tillate at enkelte opplysninger utelates i

prospekt dersom:

1. offentliggjøring av opplysningene er i strid med allmenne hensyn,
2. offentliggjøring av opplysningene fører til at utstedere blir alvorlig skadelidende, forutsatt at uttalelsen ikke vil kunne virke villedende på offentligheten med hensyn til forhold som er av vesentlig betydning for vurderingen av utstederen, tilbyderens, eventuelle garantister eller verdipapirene,
3. opplysningene har liten betydning og ikke kan innvirke på vurderingen av utstederens, tilbyderens og eventuelle garantisters økonomiske stilling og utsikter,
4. informasjonen ikke er relevant på bakgrunn av utstederens virksomhet eller juridisk form, eller de aktuelle verdipapirene, og det ikke finnes tilsvarende opplysninger som kan anses relevante på bakgrunn av virksomheten.

Ved en forsvarlig dokumentasjon av selskapets/tilbyders vurdering av om kriteriene er oppfylt, og et alminnelig godt skjønn hos prospektmyndigheten, bør ikke eventuelle dispensasjoner utgjøre noe større potensiale for erstatningskrav enn ved villedende eller ufullstendige prospekt generelt.

Kontroll av prospekt som gjelder verdipapirer av samme klasse som verdipapirer som er notert på et regulert marked, skal avsluttes senest fem arbeidsdager etter at fullstendig prospekt er mottatt av kontrollmyndigheten. I andre tilfeller er fristen 10 arbeidsdager. Ved en bevisst holdning til når Kredittilsynet anser et fullstendig prospekt for mottatt, bør det ikke være vanskelig å fylle disse kravene. Det er likevel viktig å være bevisst på at mulige oversittelse av fristene vil kunne medføre erstatningsansvar, eksempelvis der prospektet gjelder innhenting av kapital i et turbulent marked og manglende godkjenning nødvendiggjør endringer i tegningsperioden.

De ansvarlige for prospektet kan være norske eller utenlandske selskaper. Tradisjonene for å gå til erstatningssøksmål kan være noe ulike i ulike land. Søksmål mot de "ansvarlige" for prospektet vil ikke nødvendigvis avgjøres av norske domstoler etter norsk rett. Dette i motsetning til et eventuelt søksmål mot Kredittilsynet.
