

Finansdepartementet
v/ Tore Mydske
Postboks 8008 Dep
0030 Oslo

Også sendt: postmottak@fin.dep.no

Deres ref: 07/1779

Vår ref: 462433

Dato: 10.05.2007

Høring - Rapporteringsforskriften

Det vises til Finansdepartementets høringsbrev av 29. mars d.å. vedr. utkast til utfyllende forskrifter til lov om verdipapirhandel ("vphl.") om flagging, periodisk rapportering, offentliggjøring av opplysninger mv. (rapporteringsforskriften).

Oslo Børs' kommentarer til brevet er inntatt i det følgende. Kommentarer til Finansdepartementets høringsbrev av samme dato vedr. MiFID, oversendes særskilt.

Med det stor omfanget av regler og den korte høringsfristen, har vi ikke hatt mulighet til å gå gjennom høringen så grundig som vi ønsket. Dersom vi som følge av vårt videre arbeid skulle ha merknader, tillater vi oss å ettersende dem.

1 Oppsummering

Oslo Børs' viktigste kommentarer til høringsbrevet er:

- Gjennomføringen av direktiv 2007/14/EF er i det vesentligste tilfredsstillende. Oslo Børs har likevel enkelte kommentarer, jf. pkt. 2 nedenfor.
- Etableringen av en offisiell lagringsmekanisme ("OAM") antas å være tids- og kostnadskrevende. Det legges til grunn at gjeldende systemer vil kunne benyttes i en overgangsfase, jf. pkt. 3 nedenfor.
- Av hensynet til forutberegnlighet bør det forskriftsfestes en delegasjon av kontrollen med utsteders løpende informasjonsplikt, jf. pkt. 4 nedenfor.
- Av hensynet til verdipapirmarkedets tillitt bør det forskriftsfestes en varslingsplikt for utstedere ved utsatt offentliggjøring av insideinformasjon, jf. pkt. 5 nedenfor.

2 Nivå-2 direktivet, herunder endringer i børsforskriften mv.

2.1 Direktiv 2007/14/EF

- Innhold i flaggemelding, jf. forskriftsutkastet § 1-1 første ledd bokstav c)

Det fremgår av rapporteringsdirektivet art. 12 nr. 1 (d) at aksjonærens navn skal opplyses når stemmerett over vedkommendes aksjer flagges. Typisk tilfelle er hvor fullmektigen flagger sin stemmerett i aksjene, og fullmektigen må opplyse om hvem som eier disse. I tråd med dette er ett av innholdskravene i Kommisjonens anbefalte standard flaggemelding navn på aksjonær hvis dette er en annen enn den flaggepliktige. Oslo Børs mener dette bør tas inn som krav til flaggmeldingen. Det foreslås at dette gjøres ved å gi forskriftsutkastet § 1-1 første ledd bokstav c) følgende ordlyd (tillegg understreket):

“c. Navn på den flaggepliktige, herunder navn på aksjonæren”

- Kommisjonsdirektivet art. 9

Etter det Oslo Børs kan se er det ikke foreslått å gjennomføre nivå-2 direktivets art. 9 særskilt. Børsen antar at bakgrunnen for dette er vphl. § 4-2 syvende ledd og kravet om at det skal flagges "straks etter at ... vedkommende har blitt kjent med eller burde ha blitt kjent med annen omstendighet". Det kan reises spørsmål om direktivet fullt ut er gjennomført på dette punktet. Det kan anføres at direktivet har en bevisforenklingsregel som skal gjelde uavkortet i f. eks fullmaktsforhold, jf. *"possibility to exercise voting rights"*.

- Inngåelse av avtale etter allmennaksjeloven § 4-2 annet ledd

Oslo Børs antar aksjer skal regnes til fullmektigens beholdning (i tillegg til erververs) inntil fullmakten til å stemme opphører, jf. høringsnotatet i nest siste avsnitt side 12.

- Forskriftsutkastet § 1-3 bokstav f)

Ved beregningen av flaggetersklene ved kapitalforhøyelser, nedsettelser mv. er det i rapporteringsdirektivet gitt anvisning på at beregningen skal skje med utgangspunkt i den månedlige oversikt som skal offentliggjøres etter art 15, jf. vphl. § 5-8 annet ledd. Bestemmelsen vil være relevant for selskaper som foretar hyppige kapitalendringer. Der det foreligger andre opplysninger (f. eks ved at selskapet har offentliggjort en kapitalendring), må disse legges til grunn. Børsen ber departementet vurdere å innta en henvisning til lovbestemmelsen fra forskriftsutkastet § 1-3 bokstav f.

- Forskriftsutkastet § 2-5 annet ledd

Etter forskriftsutkastet § 2-5 annet ledd kan Oslo Børs gjøre unntak fra halvårsrapporteringskravene for utstedere som kun har gjeldsinstrumenter garantert av norsk kommune eller fylkeskommune dersom disse ble stiftet før ikrafttreddelsen av prospektdirektivet. Henvisningen til prospektdirektivet er i samsvar med rapporteringsdirektivet art. 8 nr. 2. Hvorfor det her er vist til prospektdirektivet fremstår som noe uklart. Det synes videre å være motstrid mellom direktivbestemmelsen og fortalen. Det følger av rapporteringsdirektivets fortale punkt 12 at meningen er å gi en unntakshjemmel for utstedere stiftet før ikrafttreddelsen av *rapporteringsdirektivet*, hvilket innebærer et annet tidspunkt enn om en legger til grunn ikrafttreddelsen av prospektdirektivet. Det er usikkert om spørsmålet vil komme på spissen, men vil i så fall være avgjørende for om det er adgang til å dispensere. På denne bakgrunn foreslås det at forskriftsutkastet justeres i tråd med fortalen.

2.2 Børsforskriften mv.

Oslo Børs deler Finansdepartementets vurderingen knyttet til endringer i børsforskriften. I tillegg bemerkes det at børsforskriften §§ 4-2 til 4-4 kan oppheves. Bestemmelsene er dels overlappende med rapporteringsdirektivet og er dels lite praktiske, jf. børsens brev av i dag vedr. MiFID-forskriften, herunder børsens forslag til endringer i børsforskriften av 2005 omtalt i brevet.

Oslo Børs deler Finansdepartementets vurderingen knyttet til endringer i forskrifter gitt i medhold av verdipapirhandelloven, jf. høringsbrevets pkt. 3 annet avsnitt.

3 Offisiell lagringsmekanisme (OAM)

Det er i vphl. § 5-12 første lagt til grunn at vedkommende regulert marked skal være offisiell lagringsmekanisme. Det er videre lagt opp til at opplysninger som skal offentliggjøres, "samtidig" skal sendes lagringsmekanismen. Oslo Børs deler Finansdepartementets vurdering om at det vil være minst kostnadskrevenende å legge myndighetsoppgaven som OAM, til vedkommende regulert marked, jf. Ot. prp. nr. 34 (200-2007) side 332.

EU-kommisjonen har i arbeidsdokument ESC/10/2007 rev. 1 antydnet de nærmere vilkårene som vil kunne bli stilt til en OAM. Det er i Kredittilsynets høringsnotat antatt at EU-regler på dette området vil bli gitt i form av en anbefaling. Oslo Børs legger til grunn at Norge vil ønske å tilfredsstille minstekrav i kommende EU-reguleringen.

Kravene til OAM som antydes i EU-kommisjonens arbeidsdokument er omfattende. Det synes hevet over tvil at det vil medføre ikke-ubetydelige kostnader å gjennomføre EU-kommisjonens anbefaling/direktiv. Det er ikke gitt hvordan en OAM skal finansieres, men det synes klart at utstedere og brukere er to mulige finansieringskilder. Det vises her til CESRs råd om OAM, som ligger til grunn for EU-kommisjonens arbeidsdokument.

Oslo Børs har i dag en søkbar database der alle utsteder meldinger publiseres. Databasen er et viktig verktøy for allmennheten, samt børsens markedsovervåkning og Kredittilsynets seksjon for markedsatferd. Databasen er således viktig for tillitten til det norske verdipapirmarkedet. Også i fremtiden vil opplysninger lagret i OAM inngå som del av markedsovervåkingen. Dagens database tilfredsstiller ikke fullt ut kravene i EU-kommisjonens anbefaling.

Oslo Børs legger til grunn at gjeldende systemer for lagring av selskapsmeldinger vil kunne benyttes inntil videre. Videre legges det til grunn at kommende EU-krav vil bli gjennomført på en praktisk og hensiktsmessig måte, slik at utstedere og børsen gis tiltrekkelig tid til å tilpasse sine systemer og rutiner.

4 Kontroll med utsteders løpende informasjonsplikt

Etter gjennomføringen av markedsmissbruksdirektivet har Kredittilsynet det overordnede ansvaret for utsteders etterlevelse av den løpende informasjonsplikten. Børsen fører i medhold av gjeldende børslov § 5-7 første ledd den operative kontrollen med informasjonsplikten, jf. Ot. prp. nr. 12 (2004-2005) pkt. 9.5.

Det er i NOU 2006:3 (om markeder for finansielle instrumenter) lagt til grunn at arbeidsdelingen mellom Kredittilsynet som overordnet myndighet og børsen som utøvende kontrollinstans, kan fortsett, jf. pkt. 21.1.3. Tilsvarende er lagt til grunn i Ot. prp. nr. 34 (2006-2007), jf. pkt. 22.1.5:

“Departementet legger til grunn at artikkel 24 nr. 2 bokstav h) åpner for at tilsynsmyndighetens kontroll med «information referred to in this Directive» kan delegeres til regulert marked. Etter forslag til ny § 15-1 annet ledd fører Kredittilsynet tilsyn med overholdelse av verdipapirhandelloven, herunder § 5-1 om løpende informasjonsplikt. Etter departementets vurdering bør reglene ikke være til hinder for at dagens arbeidsdeling mellom Kredittilsynet og Oslo Børs kan videreføres hva angår kontroll med løpende informasjonsplikt. Kredittilsynet vil ha det overordnede ansvaret for kontrollen, jf. forslaget til § 15-1 annet ledd, mens børsen foretar den operative kontrollen med løpende meldinger. Slik dette systemet praktiseres i dag, vil børsen normalt sanksjonere overtredelser av bestemmelser om løpende informasjonsplikt. Dersom praksisen skal fortsette, vil det være nødvendig med delegasjon av myndighet fra Kredittilsynet til børsen. Delegasjon av Kredittilsynets myndighet etter forslaget til § 15-1 annet ledd vil ikke kunne besluttet i medhold av delegasjonshjemmelen i forslaget § 15-1 tredje ledd. Departementet foreslår derfor et nytt § 15-1 annet ledd annet punktum som gir departementet adgang til å delegere Kredittilsynets tilsyn med overholdelse av §§ 5-2 og 5-3 til regulert marked.”

Det er i Kredittilsynets høringsnotat til rapporteringsdirektivet, understreket at det nye regelverket må håndheves på en effektiv og operativ måte, jf. pkt. 4.2.

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. Bl.a. av hensyn til brukerne, samt hensyn til planlegging og gjennomføring av tilsynsarbeidet, bør slik delegasjon fastsettes senest samtidig med nye rapporteringsforskrifter.

I foreliggende utkast til rapporteringsforskrift er det ikke inntatt bestemmelser om delegasjon av tilsyn med løpende informasjonsplikt. En slik delegasjon vil kunne fastsettes på flere måter. Etter mønster av delegasjon av prospektkontroll, jf. forskrift av 9. desember 2005 nr. 1423 om gjennomføring av prospektkontrollen, foreslås det at delegasjonen fastsettes i forskrift. Det kan synes hensiktsmessig å ta inn delegasjonen i rapporteringsforskriften. Børsen foreslår følgende forskriftstekst:

“Tilsyn med verdipapirhandelloven §§ 5-2 og 5-3 skal utøves av vedkommende regulert marked.”

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 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.

5 Varslingsplikt ved utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon

Etter markedsmisbruksdirektivet art. 6 nr. 2 kan medlemslandene innføre en varslingsplikt for utstedere som velger å utsette offentliggjøringen av innsideinformasjon for ikke å skade sine legitime interesser. Kredittilsynet foreslo i høringsnotat av 14. januar 2005 å innføre varslingsplikten i børsforskriften. Oslo Børs støttet i likhet med de fleste høringsinstansene (enkelte hadde ikke merknader) forslaget, men dette ble ikke fulgt opp ved forskriftsfastsettelsen. Børsforskriften har derfor i dag ingen varslingsplikt for utstedere, til tross for at direktivet åpner for en slik regel. Det vises til børsens brev av 23. august 2005 som er vedlagt her.

Etter Oslo Børs' vurdering er en varslingsplikt for utstedere ved utsatt offentliggjøring meget viktig for å sikre en effektiv markedsovervåkning. Der det gis melding om utsatt offentliggjøring kan utviklingen i den aktuelle aksjen følge nøye. Plikten antas også å øke bevisstheten til utstederne knyttet til håndteringen av innsideinformasjon, noe som antas å ha en egenverdi i forebyggingen av markedsmisbruk. Varslingsplikten er derved viktig for tillitten til verdipapirmarkedet, herunder investorbeskyttelsen. Oslo Børs har på denne bakgrunn inntatt en varslingsplikt i sine privatrettslige regler. Varslingsplikten er utformet etter mønster av Kredittilsynets forslag og lyder, jf. børsens løpende forpliktelser pkt. 3.1.2 tredje ledd (tilsvarende gjelder for den autoriserte markedsplassen Oslo Axess):

“Ved utsatt offentliggjøring skal børsens selskapsavdeling uoppfordret og umiddelbart gis melding om forholdet, herunder om bakgrunnen for utsettelsen.”

Børsen har i sine regler presisert at varslingsplikten ikke gjelder i forbindelse med utsatt offentliggjøring av finansiell informasjon i delårsrapporter.¹ En varslingsplikt her er neppe hensiktsmessig ettersom utstedere rutinemessig vil ha opplysninger som vil kunne påvirke kursen forut for offentliggjøringen av delårsrapporter. Tidspunktet for offentliggjøringen av disse er normalt kjent, noe som også reduserer behovet for en varslingsplikt i slike tilfeller.

Oslo Børs har etter hvert vunnet en del erfaring med varslingsplikten i børsens løpende forpliktelser. Som ledd av markedsovervåkingen er det avdekket flere tilfeller der utstedere ikke har overholdt varslingsplikten til tross for at det har foreligget innsideinformasjon. I noen av disse tilfellene har det etter børsens vurdering ikke vært adgang til utsatt offentliggjøring, noe som medfører at utsteder har brutt plikten til umiddelbar og uoppfordret offentliggjøring. Dette har igjen bidratt til risiko for innsidehandel og markedsmanipulasjon. Oslo Børs har p.t. tre slike saker til behandling. Den manglende varslingen har fratatt børsen muligheten til en intensivt oppfølging og redusere risikoen for markedsmisbruk. Det har av enkelte utstedere blitt hevdet at børsen ikke har adgang til å innta en varslingsplikt i sine regler. Der varslingsplikten overholdes, ser børsen stor nytte av å kunne følge utsteders aksje i visshet om at det (trolig) foreligger innsideinformasjon i foretaket. Beklageligvis antas det imidlertid at

¹ Se børs sirkulære 7/2005 om nye børsregler.

varslinger fra utstederne ved utsatt offentliggjøring, snarere er unntaket enn hovedregelen. Etter Oslo Børs' vurdering er det klart at en viktig grunn til dette er reglenes status, jf. nedenfor.

Det er Ot. prp. nr. 34 (2006-2007) foreslått å flytte bestemmelsene i børsforskriften kapittel 5 og 10 om løpende informasjonsplikt, til verdipapirhandelloven. Oslo Børs er positive til dette. Det antas å være en klar fordel at de nærmere informasjonspliktsreglene er inntatt i lov fremfor i forskrift, jf. børsens høringsuttalelse til Kredittilsynets forslag.

Det er i rapporteringsforskriften ikke inntatt noe forslag om varslingsplikt for utstedere ved utsatt offentliggjøring. Børsen foreslår imidlertid at en slik varslingsplikt bør inntas i forskriften. Det fremstår for børsen som klart at varslingspliktens autoritet vil øke dersom bestemmelsen inntas i forskrift fremfor privatrettslig regelverk. Dette antas igjen å være heldig for tillitten til verdipapirmarkedet. En varslingsplikt kan f. eks lyde:

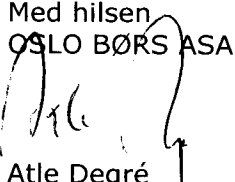
"Ved utsatt offentliggjøring etter verdipapirhandelloven § 5-3 skal vedkommende regulert marked uoppfordret og umiddelbart gis melding om forholdet, herunder om bakgrunnen for utsettelsen."

Det antas at en slik bestemmelse kan fastsettes med grunnlag i vphl. § 5-12 femte ledd, men Oslo Børs har ikke vurdert behovet for en eventuell annen hjemmel nøye.

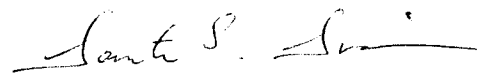
* * * * *

Det bes om at Finansdepartementet tar kontakt med børsen dersom noen av forholdene i dette brevet skal utdypes.

Med hilsen
OSLO BØRS ASA



Atle Degré
Juridisk direktør



Gaute S. Gravir
Advokat

Vedlegg: Brev fra Oslo Børs til Finansdepartementet av 23. august 2005

Finansdepartementet
Finansmarkedsavdelingen
Postboks 8008 Dep
0030 Oslo

Deres ref: 04/472 FM HD

Vår ref: 366387

Dato: 23. august 2005

Ad begrenset revisjon av børsforskriften - implementering av EUs markedsmisbruksdirektiv

Finansdepartementet fastsatt i brev 1. juli 2005 blant annet forskrift om endring av børsforskriften som ledd i implementeringen av EUs markedsmisbruksdirektiv. Oslo Børs vil med dette be departementet vurdere å supplere de nye reglene med en meldeplikt for utstedere som utsetter offentliggjøring av innsideinformasjon. Formålet med en slik regel vil være å unngå at de nye reglene øker risikoen for innsidehandel.

De nye reglene i børsforskriften åpner for at børsnoteerte selskaper på visse vilkår kan beslutte å utsette offentliggjøring av opplysninger som er informasjonspliktig. Markedsmisbruksdirektivet angir at medlemsstatene kan kreve at foretak som utsetter offentliggjøring av innsideinformasjon gir beskjed til den kompetente myndigheten. Et forslag om en slik meldeplikt til børsen var foreslått i Kredittilsynets høringsutkast vedlagt departementets høringsbrev av 2. februar 2005, men er i departementets forskrift bare gjort gjeldende for børsnoteerte obligasjoner, jf børsforskriften § 10-3 første ledd annet pkt. For børsnoteerte aksjer vil det altså ikke være noen slik meldeplikt, jf børsforskriften § 5-3.

Etter Oslo Børs' vurdering vil mangelen på en slik meldeplikt redusere den forebyggelse av innsidehandel som børsens markedsovervåkning forestår gjennom intensivt overvåkning og bruk av virkemidler i kursnoteringene. Den mulighet til utsatt offentliggjøring som de nye reglene innebærer vil gjøre at det oftere enn før vil være kurssensitive opplysninger som ikke er offentliggjort i markedet. Selv om et vilkår for utsettelse er at selskapet kan behandle opplysningene konfidensielt, vil det være en betydelig risiko for at innsideopplysningene blir kjent for uvedkommende som da kan handle aksjer. At kjøper og selger har tilgang til samme informasjon er et av grunnprinsippene for et velordnet verdipapirmarked.

Dersom børsens markedsovervåkning er kjent med at det foreligger ikke-offentliggjorte innsideopplysninger kan overvåkningen av det aktuelle verdipapiret intensiveres, og virkemidler iverksettes dersom overvåkningen gir mistanke om lekkasje. Overvåkningen vil da særlig bestå i kursovervåkning, men også av mulige kanaler for spredning av informasjon. Typiske virkemidler vil være *børspause* som avbryter den automatiske ordrematchingen, eller *suspensjon* hvor verdipapirforetak forbyes å medvirke i handelen. Begge deler kan kombineres med ytterligere undersøkelser for å få bekreftet eller avkreftet mistanken. Dersom selskapene har grunn til å tro at innsideopplysninger er

kjent for eller i ferd med å bli kjent for uvedkommende, skal det umiddelbart og uoppfordret offentliggjøre opplysningene, jf børsforskriften § 5-3 siste ledd.

Dersom børsen ikke på forhånd er gjort kjent med at det foreligger innsideopplysninger i selskapet vil dette ha flere konsekvenser:

1. Lekkasje oppdages på et senere tidspunkt fordi overvåkingen av det aktuelle verdipapiret ikke er intensivert. Det vil altså være lenger tid med *risiko for innsidehandel*.
2. Bruk av virkemidler i kursnoteringen vil bli *mindre treffsikkert*. Mistanken som utløser virkemiddelet vil oftere avkreftes etter nærmere undersøkelser dersom børsen ikke er underrettet om utsettelse. Det at selskapene lovlig kan utsette offentliggjøring innebærer at børsen for å forebygge innsidehandel må bruke virkemidler tidligere enn om man kjente disse tilfellene på forhånd. Generelt sett er det uheldig å redusere investorenes tilgang til handel ved bruk av virkemidler som senere viser seg å være uten grunn. Børsens virkemidler i kursnoteringen kan også sette i gang ubegrunnede rykter i markedet som også vil være uheldig både for det aktuelle selskap og investorene.
3. *Håndhevelse* av informasjonsplikten vil bli vanskeligere. Informasjonsplikten er det sentrale i forebyggelse av innsidehandel, og håndhevelsen er nødvendig for å sikre tilliten til verdipapirmarkedet. Vilklårene for utsettelse av offentliggjøring er derfor ment å være snevre. Uten meldeplikt til børsen vil notoriteten rundt beslutninger om utsettelse være begrenset. Selv om vi i utgangspunktet ikke har grunn til å tro at ikke selskapene vil søke å være lojale mot den nye ordningen, vil det i en del tilfeller være behov for å undersøke om selskapet faktisk har hatt legitime grunner til utsettelse, eller om utsettelsen skyldes forglemmelse eller grunner som ikke kan anses som legitime.

Kredittilsynet har i sitt høringsnotat pkt 3.3.2 påpekt betydningen av meldeplikt som redskap for markedsovervåking, og at en meldeplikt vil skape økt bevissthet om spørsmål rundt utsatt offentliggjøring i selskapene.

Etter børsens vurdering vil en meldeplikt ikke være noen uforholdsmessig byrde for selskapene i forhold til de øvrige plikter som oppstår ved slik utsettelse. Meldeplikten oppstår i situasjoner omtrent når eller noe før de etter dagens regler har full informasjonsplikt. Skal selskapene utsette offentliggjøring må de uansett vurdere om vilklårene er til stede og sette i verk tiltak for å sikre konfidensialitet, herunder opprette og føre lister med personer som gis tilgang til opplysningene og kunne dokumentere at de har gjort disse personene kjent med plikter og ansvar ved å ha innsideopplysninger, jf verdipapirhandelloven §2-5. Ingen høringsinstanser synes å ha ment at en meldeplikt ville være en uforholdsmessig byrde for selskapene.

Børsen er enig med NHO som i sin høringsuttalelse har ment at dersom en meldeplikt ville bli en særregel for det norske verdipapirmarkedet, ville det talt tungt i mot en slik meldeplikt. Det er vist til at Danmark ikke har innført meldeplikt. Men både i Sverige og Finland er det innført slik meldeplikt; i Sverige som del av børsreguleringen. Børsene i Norex-alliansen¹ har i en felles uttalelse myntet på de ansvarlige for å forberede

¹ Norex-alliansen består av Stockholmsbørsen, Københavns Fondsbørs, Helsinkibørsen, Iceland Stock Exchange, Oslo Børs samt børsene i Baltikum.

implementering av markedsmissbruksdirektivet i de ulike land (vedlagt og tidligere er oversendt departementet) uttalt følgende:

"The NOREX exchanges believe it is highly important that the Nordic legislators opt for applying such duty to inform the competent authority when the directive is implemented into national law. In addition, nothing should prohibit an exchange from requiring such information from the issuer or even demand pre-vetting or approval from the exchange, under contractual terms, in order for delayed dissemination to be acceptable. The driver for an exchange to have such powers would be that it would be the most efficient way to safeguard that appropriate action is taken, if required, including but not limited to decisions with regard to trading halts."

Undersøkelser av flere land vil sikkert kunne vise variasjoner, men disse variasjonene vil gjerne variere med måten markedsovervåkingen i de enkelte land er organisert. I Norge (og etter hvert Norden) har vi hatt et særlig stort fokus på overvåking og forebygging av innsidehandel, og kan derfor ha behov som ikke nødvendigvis ikke alle andre land har. Vi antar at NHO er enig i at internasjonal tilpasning ikke er noe argument mot at Norge innfører ha en slik meldeplikt.

Økokrim gir i sin høringsuttalelse uttrykk for at ulempene med meldeplikten kan være større enn fordelene, særlig fordi ansvarsfordelingen mellom selskapene og børsen ville forrykkes. Økokrim forutsetter da at "(b)børsen ... i et hvert tilfelle av melding om utsatt offentliggjøring (vil) måtte ta stilling til om det foreligger tilstrekkelig legitime interesser for utsettelsen; tilsvarende en art etterfølgende godkjennelse". Vi mener denne forutsetningen er uriktig. Det vises til Kredittilsynets høringsnotat der det under pkt 3.3.2 blant annet heter:

"Etter Direktivets art. 6 nr. 2 kan et foretak "under [its] own responsibility", utsette offentliggjøring. Foretaket må selv vurdere om offentliggjøring skal utsettes. Det vil således ikke etableres noen ordning for forhåndsgodkjenning hos Kredittilsynet eller børsen med hensyn til om vilkårene for utsatt offentliggjøring er tilstede. Kredittilsynet antar at en presisering i forskriften om at utsatt offentliggjøring skjer på eget ansvar, ikke er nødvendig. I den grad foretaket velger å utsette offentliggjøring og det i etterkant viser seg at vurderingen ikke var korrekt, vil dette kunne få konsekvenser for foretaket, jf. børsf. kapittel 25 og vphl § 12-1 nytt fjerde ledd."

Tilsvarende er påpekt overfor selskapene i børssirkulære 3/2005 for så vidt gjelder selskaper som underretter børsen frivillig.² Ansvarsdelingen mellom børsen og foretakene skal derfor ikke forrykkes med en slik meldeplikt.

Økokrim nevner også at en meldeplikt etter all sannsynlighet medfører økte kostnader for børsen. Børsen er oppmerksom på at en meldeplikt kan medføre økt mengde meldinger å håndtere, men ønsker å prioritere de tiltak som gir størst effektivitet for markedskvaliteten. Som påpekt ovenfor mener vi en slik meldeplikt vil være et slikt tiltak, jf også vår høringsuttalelse. Med disse avklaringene har Økokrim ved politiadvokat Hedvig Moe opplyst at de ikke har noen innsigelser mot at det innføres meldeplikt.

² Se pkt pkt 3.6.2. Sirkulæret finnes på <http://www.oslobors.no/ob/sirkulaere2>

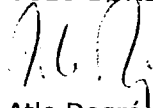
Ingen andre høringsinstanser har hatt innsigelser mot den foreslåtte meldeplikten til tross for at høringsnotatet uttrykkelig drøfter og problematiserer om direktivets mulighet til å innføre meldeplikt skal brukes eller ikke. Disse høringsinstansene må derfor antas å støtte forslaget eller ikke ha noen oppfatning av det. Norges Fondsmeglerforbund og Finansnæringens Hovedorganisasjon/Sparebankforeningen har kommentert at meldeplikten bør kunne oppfylles ved muntlig underretning. For Oslo Børs vil en muntlig underretning kunne fylle hovedformålet. Om det innføres en underretningsplikt uten skriftlighetskrav anbefales tilsvarende endring gjort for obligasjoner, jf forskriften § 10-3.

Forebyggelse av insidehandling er en så viktig del av børsens strategi og tilsynsvirksomhet at vi i påvente av en avklaring fra Finansdepartementet har anbefalt selskapene å ta kontakt med børsen dersom de utsetter offentliggjøring selv om det ikke er noen slik plikt.³ Børsen er i ferd med å fastsette egne utstederregler i henhold til børsloven § 5-1 tredje ledd og vil vurdere å innføre en meldeplikt der slik det er gjort i Sverige. Inntil videre avventer vi imidlertid departementets tilbakemelding.

Oslo Børs ser at det kan være uheldig å endre en nylig fastsatt forskrift uten å ha høstet erfaringer med den nye regelen. Etter vår vurdering vil imidlertid de negative konsekvensene av ikke innføre en slik meldeplikt i nær sammenheng med innføringen av det nye informasjonspliktreimet, være så stor at man likevel bør gjøre endringen så raskt som mulig. Ikke minst bør det være ønskelig for selskapene å få dette innarbeidet samtidig med at de etablerer nye rutiner for oppfølging av informasjonsplikten. Når innsigelsene fra høringsrunden viser seg å ha begrenset relevans, er det etter vår oppfatning liten grunn til å risikere tap av markedstillit som det kan ta lang tid å bygge opp igjen, mens man prøver ut den nye regelen. Vi vil derfor sette stor pris på en rask saksbehandling fra departementet.

Ta gjerne kontakt dersom det er spørsmål eller behov for avklaringer.

Med hilsen
OSLO BØRS ASA



Atle Degre
juridisk direktør

Vedlegg

Kopi: Kredittilsynet
Næringslivets Hovedorganisasjon
Økokrim

³ Se børs sirkulære 3/2005 pkt 3.6.2

Your ref:

Our ref: 318934

Date: Sept 5. 2004

Norex joint statement on implementation of Market Abuse Directive

On Tuesday 4 May 2004, a meeting was held in Copenhagen between Nordic legislators, regulators and exchanges. The topic for the discussion was how to implement the EU Directives, adopted as part of the Financial Services Action Plan (FSAP), in a coherent way in the Nordic countries, and how to coordinate the regulation across borders between the Nordic regulators.

The participants shared the view that it would add value if there was in place concerted practices between the Nordic countries when implementing the directives. The legislators emphasized that it would be useful in the legislative process if the exchanges at a very early stage provide detailed and firm comments on potential problems or areas where harmonization would be of paramount importance. The transposition schedule has not allowed much time to work with the Market Abuse Directive. National legislation is for most parts drafted and discussed in the Nordic Countries. The appointed Norex experts have participated in a work-shop for Nordic regulators and exchanges held by the Norwegian FSA on the issuers disclosure obligations according to the Market Abuse Directive.

In this light the Norex alliance, which consists of the stock exchanges in Stockholm, Helsinki, Copenhagen, Iceland, Oslo, Estonia and Latvia has these comments on implementation of the directive:

General

The Norex exchanges welcome a stronger common European legal framework on market abuse. For most issues, we share the opinion that rules and regulations, which have historically been common in the Nordic countries now will become statutory for all member states within the EU. Nevertheless, the directive introduces more detailed rules on some areas (for instance share buy-back and stabilization) and levels out differences between national legislations. As such the directive with secondary legislation is in it self a major step for further Nordic harmonization. The fact that legislation in all Nordic countries is to be revamped at the same time gives a unique opportunity to consider the feasibility of harmonizing the rules where the directive opens up for different national solutions. However, it is important that an assessment is carried out on a case-by-case basis as to whether Nordic harmonization would be in the best interest of an efficient Nordic market, or whether such goal would be better achieved by applying different national regimes.

Wording

On issues where the directive requires full harmonization, the exchanges recommend the legislators to draft the national rules in a manner, where there is no doubt that full harmonization is meant. Otherwise there might be legal uncertainty, which might give rise to unwarranted compliance costs to members, issuers and investors.

Competent authority/delegation

National legislation should not restrict cooperation between the competent authority and local exchanges in the scope of the directive. The exchanges will in their respective roles as regulated markets monitor e.g. issuers compliance with rules on disclosure of information, to maintain fair and orderly markets and protect investors. The view of the current NOREX members is therefore that it is of utmost importance for maintaining an efficient market that the exchanges continue to play an important role in supervising and securing transparency and proper behavior in the market.

Delayed disclosure:

Art 6:1 on issuers duty to inform the public includes an option to permit an issuer to "under his own responsibility delay the public disclosure" on certain terms.

Member states are given a choice to require that the issuer inform the competent authority of the decision to delay public disclosure.

The NOREX exchanges believe it is highly important that the Nordic legislators opt for applying such duty to inform the competent authority when the directive is implemented into national law. In addition, nothing should prohibit an exchange from requiring such information from the issuer or even demand pre-vetting or approval from the exchange, under contractual terms, in order for delayed dissemination to be acceptable. The driver for an exchange to have such powers would be that it would be the most efficient way to safeguard that appropriate action is taken, if required, including but not limited to decisions with regard to trading halts.

Local listing rules/rulebooks

The directive does not restrict exchanges from having more detailed disclosure obligations in their issuer rules as long as these are not in conflict with the directive. The exchanges believe that local market traditions and market behavior may mandate some different local rules, even though harmonization should be the goal if possible. The question of harmonization of rules with regard to ongoing disclosure obligations for listed companies and other issuers should be contemplated further in light of the Transparency Obligation Directive (TOD).