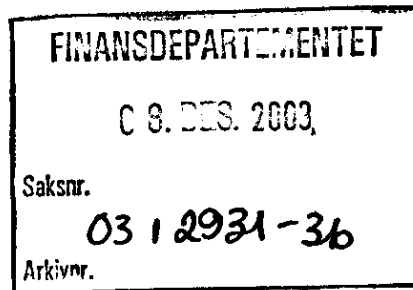


Finansdepartementet
Finansmarkedsavdelingen v/Espen D. Knudsen
Postboks 8008 Dep

0030 OSLO

5. desember 2003

Også oversendt pr e-mail: arkiv.postmottak@finans.dep.no



NOU 2003:23 Evaluering av regnskapsloven

Vedlagt følger børsens høringssvar i forbindelse med NOU 2003:23 Evaluering av regnskapsloven.

Med hilsen
OSLO BØRS ASA



Sven Arild Andersen
Børsdirektør

Vedlegg: Skjema for høringssvar

NOU 2003:23 - Skjema for høringssvar

1. Generelle merknader

Oslo Børs har nedenfor gitt sine synspunkter på de områder av NOU 2003:23 Evaluering av regnskapsloven som etter børsens oppfatning vil være de mest sentrale for verdipapirmarkedet og særskilt for foretak med noterte verdipapirer når revidert lov trer i kraft. I utgangspunktet vil den finansielle informasjonen som rapporteres til markedet etter 1. januar 2005 være basert på IAS/IFRS, både hva gjelder års- og delårsregnskaper. En rekke bestemmelser i regnskapsloven vil derfor ikke gjelde for de såkalte "forordningsforetakenes" konsernregnskap. Flere av de områder som vurderes i NOU 2003:23 ligger derfor utenfor børsen naturlige virkeområde, og er ikke vurdert nærmere i forbindelse med høringen. Det vises imidlertid til kommentarer til NOU'ens kapittel 2 – norsk regnskapsregulering, som omtaler selskap med noterte verdipapirer som ikke avlegger konsernregnskap. For disse selskapene vil regnskapslovens bestemmelser gjelde fullt ut etter utvalgets forslag.

Norsk RegnskapsStiftelse (NRS) er i ferd med å utrede nærmere problemstillinger blant annet knyttet til NOU'ens kapittel 2, 9, og 10. NRS har etter det vi kjenner til fått utsatt sin frist til å avgi høringssvar til 16. desember. Som en av stifterne av NRS, og som deltager i fagorganet i NRS, ønsker Oslo Børs å avvente utfallet av ovennevnte utredning før vi gir våre endelige kommentarer til de aktuelle problemstillinger. Det legges derfor opp til at vi ettersender våre kommentarer på disse punkter etter at NRS er ferdige med sin behandling. Vi anser det for sannsynlig at våre kommentarer vil sammenfalle med kommentarene fra NRS.

De områder vi anser det aktuelt å kommentere på i henhold til ovennevnte er:

- I hvilken grad det er ønskelig at regnskapslovens grunnleggende prinsipper og vurderingsregler modifiseres for å tilpasses dagens IAS/IFRS (jf utredningens kapittel 9 og 10).
- I hvilken grad det er nødvendig å beholde tilnærmet uforandrede prinsipper og vurderingsregler i regnskapsloven som basis for å kunne løse nasjonale regnskapsmessige problemstillinger som ikke løses ved bruk av de øvrige kilder i kildehierarkiet i IAS/IFRS. Dette vil gjelde også for problemstillinger i konsernregnskapene til de børsnoterte selskapene som følger forordningen (jf utredningens kapittel 9 og 10).
- Om reguleringen av bruk av IAS/IFRS for andre regnskaper enn konsernregnskapene for børsnoterte selskaper bør gjøres ved spesialregler som går foran de mer detaljregulerte prinsipper i regnskapsloven slik at man derved kan unngå å endre disse prinsippene (utredningens kapittel 2).
- Om børsnoterte selskaper også bør kunne benytte IAS/IFRS ved utarbeidelsen av sine selskapsregnskaper, om mulig med færre krav til note- og tilleggsinformasjon enn i konsernregnskapet (utredningens kapittel 2).

3. Gjennomføring av EØS-regler som svarer til forordning nr. 1606/2002/EF om anvendelse av internasjonale regnskapsprinsipper (IAS-forordningen)

Utredningen avsnitt 2.3, 2.4, 2.5 og 2.9.

IAS/IFRS i selskapsregnskapet for noterte foretak som ikke avlegger konsernregnskap

Etter utvalgets flertallsforslag skal IAS-forordningen kun gjøres pliktig for foretak med noterte verdipapirer som avlegger konsernregnskap. IAS-forordningen gir imidlertid det enkelte medlemsland en rekke valgmuligheter i forhold til å tillate eller pålegge også andre foretak å benytte IAS/IFRS i konsernregnskapet, i tillegg til i selskapsregnskapet.

Enkelte av foretakene som har noterte verdipapirer på Oslo Børs er ikke organisert som konsern. Dette er på nåværende tidspunkt i første rekke aktuelt for foretak med noterte rentepapirer. Etter utvalgets flertallsforslag skal disse foretakene avlegge regnskaper i henhold til regnskapslovens bestemmelser (ikke IAS/IFRS). Som angitt i mindretallets innstilling tilsier hensynene til internasjonal harmonisering, behov for fortløpende tilpasning til utviklingen innen IAS/IFRS samt adgangen til å kunne avlegge selskapsregnskapene i konsern etter identiske bestemmelser som for konsernregnskapet, at det i det minste åpnes opp for å tillate at IAS/IFRS også benyttes i selskapsregnskapene. Børsen støtter dette forslaget.

For børsen er det viktig at markedsaktørene kan forholde seg til ett sett av regnskapsregler når de vurderer finansiell rapportering fra de noterte selskapene. Dersom utvalgets forslag blir vedtatt, vil det fra børsens side måtte vurderes hvorvidt børsen, for eksempel som del av forretningsvilkårene, i tillegg vil måtte pålegge selskaper med noterte verdipapirer som ikke avlegger konsernregnskap en plikt til å rapportere selskapsregnskapet også i henhold til IAS/IFRS. Et slikt krav vil sikre ensartet finansiell rapportering i det norske kapitalmarkedet. Selv om utvalgets utgangspunkt er at det ikke skal være vesentlige forskjeller mellom IAS/IFRS og regnskapslovens bestemmelser, vil det kunne oppstå situasjoner hvor lovgivningsprosessen innebærer tidsforsinkelser ved implementering av nye IAS/IFRS-løsninger. Løsninger som er korrekte etter IAS/IFRS vil i en tidsperiode kunne være i strid med norsk regnskapslov.

Det vises i denne forbindelse også til det danske lovforslaget i forbindelse med tilpasninger til den såkalte "IAS-forordningen", hvor det foreslås at foretak med noterte verdipapirer skal ha plikt til å avlegge selskapsregnskapet i henhold til IAS/IFRS.

Utsatt implementering av IAS-forordningen for enkelte foretak

Utvalget har foreslått at IAS-forordningens artikkel 9 skal implementeres i norsk regnskapslov slik at de foretak som er nevnt i artikkel 9 (foretak som ikke har andre verdipapirer enn gjeldspapirer notert samt foretak som har sine verdipapirer notert på børs utenfor EØS og som samtidig av den grunn anvender internasjonale anerkjente standarder for sin primære regnskapsrapportering), kan velge å utsette overgang til IAS/IFRS til 1. januar 2007. Selv om børsen ovenfor har poengtert viktigheten av ensartet finansiell rapportering i kapitalmarkedet, har børsen ingen innvender til at man i en tidsbegrenset periode åpner opp for at enkelte foretak med noterte verdipapirer kan velge å avlegge regnskaper i henhold til andre regnskapsprinsipper enn IAS/IFRS. Det vises i denne forbindelse til at enkelte av renteutstederne med noterte lån har vært underlagt krav om børsnotering av sine lån. Dette kravet lå i emisjonsforskriften som var gjeldende frem til 1. januar 1997. Børsen antar også at markedet vil regulere dette selv. Dersom investorene vurderer IAS/IFRS-rapportering som avgjørende, vil de kreve dette i forbindelse med emisjonen uavhengig av lovkrav. Rentemarkedet består hovedsakelig av profesjonelle investorer.

4. Kontroll med finansiell rapportering – innføring av en håndhevsingsordning

Utredningen kapittel 3.

Effektive og velfungerende kapitalmarkeder er avgjørende for verdiskapning, vekst og velstand. Børsens rolle i et makroøkonomisk perspektiv er å bidra til verdiskapning i samfunnet gjennom effektiv allokering av kapital. Skal kapitalallokeringen være optimal, forutsetter dette at aktørene sikres relevant og tidsriktig informasjon om de noterte selskapene, slik at de kan foreta velfunderte investeringsbeslutninger. Dette innebærer at markedsplassen må ha innebygd en rekke kvalitetsmekanismer som i sum ivaretar høye krav til kompetanse, integritet, effektiv saksbehandling og tillitskapende holdninger og tiltak.

EU's initiativ for å etablere et felles regelverk på verdipapirområdet skal ivareta flere krav og hensyn. EU's grunnleggende idé om å gjøre Europa til en effektiv og velfungerende økonomisk sone veier tungt, og her spiller harmonisering av regler og forskrifter en svært viktig rolle. I tillegg kommer nødvendige tiltak etter de mange skandalene på de internasjonale verdipapirmarkedene de senere år.

De privatiseringer av børser vi har sett de senere år har også satt fokus på de mulige konflikter som kan finnes mellom børsers krav til lønnsomhet og deres rolle som kontroll- og tilsynsorgan av egne "kunder". Spørsmålet om uavhengighet har således fått en bred plass i diskusjonen. Ønsket om et bedre regelverk har selvfølgelig også vært sterkt fremme. Det nye regelverket skal således ivareta en rekke hensyn, men det viktigste er at regelverket holder et høyt nivå, at det praktiseres likt av alle og at det er mest mulig uavhengighet i kontrollen av de børsnoterte selskapers regnskaper.

I sum er de forskjellige direktivene innenfor FSAP også et uttrykk for å styrke kontrollen og tilsynsfunksjonene av verdipapirmarkedene. Effektiv tilsyn og kontroll hviler på en rekke viktige faktorer, men vi vil i denne sammenheng peke på hva som ofte går galt når tilsynet ikke har fungert godt nok.

- Man har i for stor grad kontrollert seg selv
- Man har ikke hatt tilstrekkelig kompetanse
- Man har kommet inn for sent

Det er meget viktig at implementeringen av EU-direktivene har disse svært viktige forholdene for øyet – man skal aldri kontrollere seg selv, man må ha betydelig kompetanse og erfaring og man må aldri risikere å komme inn for sent. Børsens kjernevirksomhet er på ulike måter å forholde seg til den daglige strøm som kommer av prispåvirkende informasjon, regelmessig informasjon som års- og delårsrapporter og markedsinformasjon av mer sporadisk karakter som eks.vis prospekter. Informasjonsstrømmen er et uttrykk for selskapets overholdelse av de forskjellige elementer av informasjonsplikten og børsens oppgave i denne sammenheng blir å sikre at all nødvendig informasjon fra selskapene og aktørene faktisk når markedet, at den er relevant, utfyllende, holder høy kvalitet og kommer i riktig tid.

Den som skal drive operativt tilsyn og kontroll av verdipapirmarkedet må følgelig være kontinuerlig "til stede" i det marked man skal føre tilsyn og kontroll over. I sum er dette marked en kjede av funksjoner som først og fremst utgjøres av godkjenning og opptak av verdipapir til notering, herunder prospekter, kontroll av finansiell informasjon, overvåkning av kursnotering og all informasjon knyttet til den løpende prising av selskapene samt delisting av selskaper.

Gjennom de direktivforslag som nå har kommet og kommentarene rundt dette forstår man at EU-direktivene også hviler på en del sentrale og viktige forutsetninger. For det første er man meget opptatt av at markedet ikke skal lide av at direktivene kan implementeres på en måte som gir dårligere løsninger. Da tenker man særlig på effektivitet i saksbehandling og hva dette kan bety for tilliten til markedet. EU-

direktivene peker også på viktigheten av ikke å ta bort nasjonale løsninger og praksis som fungerer bra. De samme synspunkter er fremmet hva gjelder uønskete merkostnader som ikke gir merverdier i form av høyere effektivitet eller generelt bedre løsninger. Gjennom sine beslutninger har EU også vist stor forståelse for den situasjonen små børser er i hva gjelder krav til effektivitet og behovet for å kunne dekke flere funksjoner og dermed oppnå kostnadseffektivitet og stordriftsfordeler.

Reguleringen av det norske verdipapirmarkedet har frem til nå fungert etter intensjonene, og har fungert godt. Regelverket er på en rekke områder strengere enn i de fleste andre markeder. Det foreligger etter børsens oppfatning i dag en fornuftig arbeidsfordeling mellom Oslo Børs og Kredittilsynet, og systemet hviler på en god balanse mellom selvstyring og regelverk. Ingen av markedsaktørene har uttrykt ønske om forandringer. Oslo Børs har gjennom mange år bygget opp sterk teknisk og juridisk kompetanse på markedsovervåkning, børsfaglige kunnskaper vedrørende opptak, revisjons- og regnskapsrelaterte spørsmål, verdipapirjus, og medie håndtering av disse forhold.

Verdipapirmarkedet i Norge er således på mange måter representativt for de forutsetninger EU har forsøkt å legge til grunn når det gjelder implementeringen av EU-direktivene. En flytting fra Oslo Børs til et annet organ vil være et godt eksempel på å endre noe som har fungert bra. Det vil neppe gi bedre løsninger, men tilføre markedet merkostnader i og med at børsen likevel må opprettholde en rekke av de funksjonene som eventuelt blir flyttet ut av børsen.

Det er også grunn til å notere seg det paradoksale i at de land som har hatt den største oppdelingen av tilsyns- og kontrollvirksomheten, det mest detaljerte lovverk og den tilsynelatende strengeste kontrollen, også har vært utsatt for de verste skandalene. Land som har et integrert tilsyns- og kontrollsystem tilknyttet børsvirksomheten, som eksempelvis de fleste nordiske land, har kommet langt bedre ut av de senere års tillitskrise i verdipapirmarkedene. Dette er en indikasjon på betydningen av å se opptak av selskaper, handel av aksjer, overvåkning av kursnoteringen og informasjonsplikten som en sammenhengende kjede av aktiviteter hvor hele kjeden ikke blir sterkere enn det svakeste ledd. Sentralt i dette står ikke bare organisasjonsstrukturen, men også lang erfaring i operasjonell styring over børsens fag- og avdelingsgrenser, evne til å reagere raskt etter at hendelser har inntruffet, og ikke minst verdien av den kompetanse børsen har bygget opp over lang tid. Det er da ikke bare tale om kompetansen i seg selv, men også hvordan den er satt i system for å få maksimal effekt i tilsyn- og kontrollfunksjonen.

I IAS-forordningens fortale avsnitt 16 omtales viktigheten av håndheving av at de internasjonale regnskapsstandardene blir fulgt. Som utvalget poengterer i sin innstilling, utgjør fortalen til en forordning ikke i seg selv bindende rettsregler, i motsetning til de enkelte bestemmelser i selve forordningen. Utvalget oppfatter at dette punktet i fortalen tar sikte på å gi innhold til medlemsstatenes generelle plikt til etter EF-traktaten artikkel 10 å vedta tiltak som er egnet til å oppfylle EF-forpliktelsene relatert til IAS-forordningen. Utvalget antar imidlertid at det er opp til norske myndigheter å vurdere den konkrete organiseringen av håndhevingsordningen, samt hvor mye ressurser som skal benyttes. Børsen er opptatt at man ved organisering av den norske håndhevingsordningen velger en løsning som kan gi god investorbeskyttelse og effektive markeder. Organiseringen av håndhevingsordningen må baseres på den løsningen som anses å være den beste for selskapene, investorene og øvrige markedsaktører.

EU Kommisjonen har gitt uttrykk for at Committee of European Securities Regulators (CESR) skal ha en sentral rolle ved utforming og innføring håndhevingsordningen. CESR har våren 2003 utarbeidet en standard for håndheving av finansiell rapportering, og har i løpet av høsten 2003 sendt ut ytterligere ett høringsutkast til en standard som omfatter ytterligere spørsmål knyttet til samme tema. Utvalget anbefaler at de prinsipper som

CESR har utarbeidet, også gjøres gjeldende for den norske håndhevningsordningen. CESR anbefalinger reiser to sentrale spørsmål i forbindelse med organiseringen. For det første reises spørsmålet om hvilket organ som skal være kompetent myndighet og ha det overordnede ansvar og myndighet for håndhevningsordningen. For det andre reises spørsmålet om hvorvidt de operative oppgavene også skal ligge hos kompetent myndighet, eller alternativt delegeres til annet utøvende organ. Disse spørsmålene er nærmere kommentert nedenfor, i tillegg til spørsmålet om uavhengig ekspertpanel.

Spørsmålet om kompetent myndighet

Oslo Børs er positiv til en europeisk standardisering innenfor sentrale kontrollområder. Vi har et sterkt ønske om at de lovendringer og forandringer man nå står foran, kan bidra til å øke tilliten til verdipapirhandelen. Samtidig er børsen bekymret for at EU-direktivene skal påtvinge det norske markedet raske løsninger på kompliserte spørsmål som vil kunne medføre skade i et lite og sårbart marked som det norske.

Utvalget har i utredningen tatt stilling til et spørsmål som vil kunne få betydning langt utover området for regnskapsregulering, nemlig hvilken myndighet som skal være kompetent myndighet i Norge. Etter børsens oppfatning kan man ikke isolere denne type spørsmål til regnskapskontroll uten at det derved kan oppstå en fare for at den valgte løsning innenfor dette området også vil kunne få betydning ved valg av løsning når de øvrige direktivene som har bestemmelser om kompetent myndighet skal implementeres i Norge. Spørsmålet om hvilket organ eller hvilke organer som skal være kompetent myndighet, er kanskje et av de viktigste og mest kompliserte man skal ta stilling til i forbindelse med implementering av flere av EU-direktiver som er eller vil bli vedtatt som følge av EUs Financial Service Action Plan. EU legger opp til at det skal være en overordnet administrativ myndighet i hvert enkelt land, altså en omfattende standardisering.

Myndigheten som tenkes tillagt overordnet administrativ myndighet, vil omfatte overordnet myndighet og ansvar for håndhevelse under en rekke direktiver og forordninger, herunder blant annet direktivene om kontroll med markedsmissbruk, gjennomsiktighet, investeringstjenester, prospekter og samordning av regnskapskrav og -rapportering. I den grad det åpnes for delegasjon, forutsettes at det underliggende organet må underlegges tilsyn og må være ansvarlig overfor overordnet administrativ myndighet også i enkeltsaker. Det er således av stor betydning med en belysning av de konsekvenser en slik samling av prinsipielt ulike funksjoner vil ha, og i hvilken grad man kan opptre uavhengig, risikerer å føre tilsyn med en rekke egne beslutninger og faktisk klarer å opprettholde kompetansen. Disse spørsmål er spesielt viktige i Norge hvor statens eierskap representerer 45% av verdiene på Oslo Børs, og daglig representerer store utfordringer i å holde statens ulike roller fra hverandre.

Oslo Børs ber om at spørsmålet om hvilket eller hvilke organer som skal være kompetent myndighet i Norge for alle myndighetsområder i verdipapirmarkedet, sees i en større sammenheng. Dette bør løftes som egen sak, og undergis utredning og diskusjon tilpasset norske forhold og erfaringer. I en slik utredning bør man se på og evaluere eksisterende organisering, og utrede konsekvenser av mulige endringer. Det er børsens oppfatning at konsekvensene kan være av stor betydning for om Norge vil kunne klare å opprettholde et tilstrekkelig profesjonelt verdipapirmarked fremover. Det er derfor viktig at de aktuelle myndigheter og markedsaktører trekkes inn i denne prosessen.

Spørsmål om utøvende organ – IFRS enforcement

Som nevnt ovenfor reiser CESRs standard for håndhevelse av finansiell rapportering også spørsmål knyttet til hvorvidt kompetent myndighet eller annet organ skal utføre de operative oppgavene i forbindelse med håndhevelse av finansiell rapportering. Spørsmålet om hvilke offentlige forvaltningsoppgaver som var naturlig å legge til en privatisert børse ble vurdert grundig så sent som i forarbeidene til dagens børselov, se Ot prp nr 73 (1999-2000). På denne bakgrunn er det dekkende å si at dagens ordning, hvor blant annet kontroll av selskapenes finansielle informasjon ligger innenfor børsens oppgaver, bygger på en nokså entydig og bred tilslutning fra markedsaktørenes interesseorganisasjoner og myndigheter. Hovedpoenget med revisjonen av EU-direktivene er imidlertid ikke nasjonal organisering, men harmonisering av reglene for regnskaper, prospekter m.v. Utgangspunktet bør derfor være at man i minst mulig grad gjør unødvendige endringer i et velfungerende system. I flere sammenhenger har også representanter for Kredittilsynet uttalt at ytterligere oppgaver innenfor prospekt- og regnskapsområdet ikke er ønskelig for tilsynet, men kommer som en følge av endringer fra EU-hold; dette i motsetning til børsen som ut fra en *sterk egeninteresse* i at kontrollmekanismene fungerer, ønsker å beholde oppgavene. Dette er sterke argumenter for at den fleksibilitet som blant annet ligger i prospektdirektivet og i CESRs anbefaling for kontroll av finansiell informasjon, bør benyttes fullt ut i forhold til å videreføre eksisterende modeller så langt som mulig. Fra børsens side er det også vanskelig å se at en delegasjonsadgang skulle redusere effektivisering av det indre marked som jo er et av de sentrale målene med EU-reformen.

Organiseringen i Norge må naturligvis fylle EU-reguleringens krav. Den bør heller ikke avvike fra hva som måtte bli oppfattet som gjengs ordning ellers i Europa på en måte som gjør at internasjonale investorer ikke fullt ut har tillit til organiseringen. Det er imidlertid klart at EU-reguleringen legger opp til at delegasjon til private organisasjoner som børser skal kunne finne sted når dette anses som hensiktsmessig. Som et eksempel kan nevnes EU-parlamentets vedtak i juli i år, hvor det i forbindelse med prospektdirektivet ble vedtatt å forlenge anledningen til å delegere prospektkontrollen fra fem til åtte år. En mulighet for at dette kan gjøres permanent ligger i bestemmelsen om at delegasjonsordninger skal evalueres etter fem år. I andre europeiske land er det ikke entydig at de nasjonale verdipapirtilsyn overtar disse oppgavene. For eksempel har en svensk offentlig utredning foreslått at et selvregulerende "review panel" skal få delegert funksjoner i kontrollen av den finansielle rapporteringen. At det ventes ulike løsninger nasjonalt fremkommer også i et høringsnotat fra Committee of European Securities Regulators (CESR) der det foreslås at nettopp private kontrollmyndigheter som børser og UK review panel bør være med i et forum for europeisk koordinering av regnskapspraksis. Se pressemelding av 7. oktober 2003 fra CESR vedrørende "Co-ordinating enforcement of financial information", hvor følgende er inntatt:

"The key proposals, which will shape regulators approach, are in the form of 'Standard No 2' and establish a set of principles, which include:

- In order to ensure a far broader coherence and harmonised approach to enforcement decisions beyond securities regulators, CESR proposes to discuss decisions and experiences with non securities regulators in a regular manner within a formalised structure and therefore proposes establishing a 'European Enforcers Co-ordination Sessions (EECS)' to fulfil this function. (Principle 4);
- The principle that all supervisors should take into account existing decisions taken by EU National Enforcers including not only CESR-Members but also delegated authorities that are non-securities regulators, for example, stock exchanges, or the UK review panel. These EU National Enforcers would form part of the proposed memberships of the EECS. Additionally, CESR proposes that where practicable within constraints of time and confidentiality, discussions with other EU National Enforcers should take place before significant decisions are taken (Principle 1);
- The development of a database as a practical reference tool which sets out decisions taken by EU National Enforcers, to provide a record of previous decisions reached in

particular cases. The database of enforcement decisions will set out the principles upon which decisions have been taken by EU National Enforcers. The EU National Enforcers will also discuss and consider the decisions taken in specific cases in order to shape a more co-ordinated and similar reaction by supervisors when faced with comparable situations in the future. CESR will develop further guidelines shortly on how to manage this database (Principles 2 and 3)."[vår understrekning]

Kredittilsynet har i en utredning fra mai 2003 anført en rekke argumenter for hvorfor Kredittilsynet i fremtiden bør overta flere av de oppgaver børsen i dag utfører. Kredittilsynet peker i sin utredning (kapittel 8.3) på mulige interessekonflikter ved at en privatisert børs har offentlige myndighetsoppgaver. Kredittilsynet nevner at avkastningskrav kan føre til at børsen nedprioriterer tilsynsoppgaver, samt at det eksisterer en potensiell interessekonflikt ved at børsens eiere, som gjerne også har styrerepresentasjon, også typisk vil være gjenstand for tilsyn. Børsen er enig i at dette er problemstillinger en bør være bevisst, noe man også var ved utforming av børsloven av 2000.

Privatiseringen av Oslo Børs medførte en bred debatt rundt *børsens uavhengighet*, hvor blant annet Kredittilsynet deltok i diskusjonene. Som en følge av privatisering ble det gjennomført en del organisatoriske endringer som nettopp skulle sikre at børsen fortsatt kunne beholde de oppgaver den hadde før privatisering. Det ble blant annet opprettet en egen kontrollkomité som sammen med Kredittilsynet skulle sikre at Oslo Børs opptrådte i henhold til konsesjonsvilkårene. Kontrollkomiteen har i henhold til Kredittilsynets forskrift av 2. april 2001 nr 364 som særskilt mandat å påse at markedsovervåkingen er organisert slik at den sikrer overvåkingens integritet og uavhengighet, og at den tilføres nødvendige ressurser. Kredittilsynet vil kunne gi pålegg dersom børsen bryter forskriften eller andre betingelser for børskonsesjonen. I så henseende er børsen pålagt å være uavhengig, og dette ligger til grunn for at børsen er tildelt ansvar for en rekke kontrolloppgaver i verdipapirmarkedet. Kredittilsynet som fører tilsyn med børsen, har hittil ikke hatt noen innvendinger mot modellen slik den fungerer i dag. Modellen har heller ikke feilet etter privatiseringen.

Oslo Børs ligger i dag helt i første rekke innenfor områdene overvåking og kontroll. Børsen har brukt store ressurser på innkjøp, implementering og profesjonell bruk av avanserte overvåkingssystemer. Videre har børsen en stor stab på kontrollsidan med svært høy kompetanse som vedlikeholdes løpende. Det er bygget opp kompetanse innenfor listing, operativ overvåking, selskapenes informasjons- og regnskapsplikt, prospekt, overtakelsestilbud, markedsforståelse, kursstabilisering, bevissikring, vitneførsel og rapportering for å nevne noe. Det er også innført omfattende prosedyrer for kontrollapparatet, som i dag opererer i henhold til forhåndsgodkjente fullmakter uten innblanding fra noen. Modellen er gjenstand for jevnlig vurderinger, og i denne forbindelse kan det nevnes at Oslo Børs for tiden i ferd med å etablere en uavhengig disiplinærnemnd som vil overta børsstyrets oppgaver knyttet til sanksjonering av brudd på informasjonsplikten. Børsen har også en justering av organisasjonen under vurdering, hvor tilsyn- og kontroll vil bli et særskilt område. En endelig løsning er ikke klar, men Oslo Børs ønsker å tydeliggjøre den prinsipielle forskjell mellom forretningsmessige oppgaver og tilsyn- og kontroll. Saken er allerede drøftet i kontrollkomiteen og styret, som stiller seg meget positive til en tydeliggjøring av børsens ulike roller..

Børser er eiet av markedsaktører, som også er representert i børsens styre. Selskap i samme konsern som børsen vil også selv kunne være en markedsaktør som en notert utsteder. Som et utgangspunkt er det derfor vanskelig å si at børsen er fullstendig uavhengig av andre markedsaktører. Det er naturlig å reise spørsmål ved om "kunde"-relasjonen til utstederne medfører at børsen ikke kan sies å være fullstendig uavhengig. Etter Oslo Børs' oppfatning er det imidlertid klart at børsens sterkeste avhengighet er av investorene og deres tillit. Det er disse som representerer den sluttkunden som børsen er mest avhengig av. Ved at en stor andel av investorene er utenlandske, opplever børsen også å være i konkurranse med andre markeds plasser. Selve forretningsideen, børs,

bygger på at handelen er regulert gjennom regler og oppfølgingstiltak av aktørene. Børsens kontroll med utstederselskaperens informasjon, herunder prospekt og regnskap, kan sies å være en del av produktkontrollen børsen tilbyr markedet, og som er en helt nødvendig forutsetning for aktørenes tillit. I tillegg til *en sterk kommersiell egeninteresse* i et tillitvekkende kontrollsystem, har børsen også strenge lov- og forskriftsbestemte krav til markedsovervåkning og utstedertilsyn. For å tydeliggjøre dette er markedsovervåkingen som nevnt ovenfor gitt en særskilt uavhengig stilling til å rapportere eller fremme saker. Eksempelvis nevnes at børsen har sanksjonert selskaper og meglerforetak som er blant de største noterte selskaper, i tillegg til at de er store som børsmedlemmer, investorer og blant holdingselskapets største aksjonærer.

Børsens avhengighet av enkelteiere kan hevdes å være et særskilt problem ved at enkelteiere har innflytelse i styret og indirekte gjennom ledelsen. I Norge gjelder, i motsetning til i de fleste europeiske land, eier- og stemmerettsbegrensninger nettopp for å sikre tilliten til børsens uavhengighet og integritet. Finansdepartementet har selv i korrespondanse med ESA fastholdt at eier- og stemmebegrensningene for blant annet børser har en sterkere og noe annen begrunnelse enn de nå endrede reglene for finansinstitusjoner.¹ Departementet har gjennom konsesjonsreglene også kontroll i forhold til andre vesentlige endringer ved en eventuell integrasjon med andre børser eller selskaper. Sammenligningen med land uten eier- og stemmebegrensninger svekkes også ved dette. Der konkrete sanksjonssaker behandles i styret, gjelder særskilte habilitetsregler. Kravet til uavhengighet burde således neppe være noe hinder for at børsen utfører kontrolloppgaver etter delegasjon.

Siden spørsmålet om børsens uavhengighet er en del av vurderingen synes det riktig å gjøre en tilsvarende analyse av Kredittilsynets uavhengighet i forhold til markedsaktører og øvrige myndigheter. Her nevnes kort:

- Kredittilsynet er del av staten som selv er en stor markedsaktør i det norske markedet. Den store eierandelen i børsnoterte selskaper stiller Oslo Børs i en særstilling i Europa. Selv om Kredittilsynet har et eget styre, er Finansdepartementet klageorgan og har instruksjonsmyndighet overfor Kredittilsynet. Riktignok forvaltes statens eierskap av andre departementer, men disse ledes av samme regjering.
- Kredittilsynets styre består i likhet med børsens styre blant annet av personer med tillitsverv eller andre tilknytningsforhold til foretak som vil være underlagt IAS/IFRS-tilsyn.
- Kredittilsynets institusjonstilsyn har et annet formål enn IAS/IFRS-tilsynet. Institusjonstilsynet skal først og fremst se til at tilsynsobjektene virker hensiktsmessig i forhold til institusjonenes kunder, og å avdekke forhold som truer stabiliteten i det finansielle system. IAS/IFRS-tilsynets formål er derimot hensynet til investorene i børsnoterte foretak og obligasjonslån. Dette kan for det første få betydning for tilsynsorganets prioriteringer. At det også kan føre til ulikt resultat illustreres i en konkret sak fra 1995 som var omtalt i mediene; børsstyret anså årsregnskapet i Christiania Bank og Kreditkasse AS for å være i strid med god regnskapsskikk fordi tapsavsetningen ble ansett å være høyere enn det faktisk var grunnlag for. Kredittilsynet uttrykte imidlertid uenighet med børsen formentlig fordi tapsavsetningene styrket bankens soliditet på bekostning av et eventuelt utbytte til aksjonærene.

Når det gjelder Kredittilsynets påpekning av at et avkastningsmål kan medføre at børsen nedprioriterer tilsynsfunksjoner, bør det bemerkes at prioritering av ressurser selvfølgelig representerer utfordringer også for offentlige myndigheter. Det finnes nok av eksempler på at offentlige lovpålagte oppgaver nedprioriteres av offentlige tilsyn og

¹ Se bl a Finansdepartementets brev av 17. oktober 2003.

tjenesteleverandører for å leve opp til budsjettmål. Børsens forretningsmodell forutsetter imidlertid at investorene tilfredsstilles i form av at det leveres kvalitet på de produkter som tilbys på markedsplassen. Kredittilsynet vil ikke ha samme egeninteresse av at dette fungerer. Kredittilsynet argumentasjon innenfor dette området kan også tilbakevises gjennom å vise til de prioriteringer som børsen har gjort etter privatiseringen. Markedsovervåkningsfunksjonen har blitt kraftig styrket de senere årene, både på personellsiden, og gjennom betydelige investeringer i overvåkningssystemet Smarts. Dette viser at børsen tar investorbehovene på alvor. For øvrig er det grunn til å tro at den som har størst nytte av at markedsplassen fungerer under tillit og uavhengighet også vil sørge for at virkemidlene for å oppnå dette blir iverksatt og fulgt opp.

Kredittilsynets utredning har også reist spørsmål om kontrolloppgaver av denne type er forenlig med børsens samarbeid med andre nordiske børser. Spørsmållstillingen fremstår som et argument mot at børsens skal kunne ha denne type oppgaver. Denne tvilen må bero på en misforståelse. Norex-samarbeidet mellom børsene i Stockholm, København og Island består av selvstendige børser som hver håndterer utstederrelasjoner på sin måte. Samarbeidet består i at børsene har felles handelssystem, handelsregler og samordning av medlemsopptak slik at flest mulig medlemmer gjennom kryssmedlemskap kan handle på alle børsene på én handelsplattform. I det hele tatt er utstederrelasjonene i liten grad regulert i Norex-avtalen, blant annet fordi de ulike lands regelverk i stor grad bygger på ulike tradisjoner og ulik arbeidsdeling med myndigheter og selvregulerende organer. Dette understrekes også av at det trolig velges ulike løsninger for regnskapstilsynet i de ulike landene. I Sverige har en offentlig utredning med børsens støtte anbefalt at utøvelsen delegeres til et selvregulerende organ kombinert med børsens sanksjonssystem, mens børsens rolle i Danmark er mer usikker.

I den grad Kredittilsynet skulle bli både kompetent myndighet og samtidig utføre de operative oppgavene innenfor de aktuelle områdene, vil tilsynsmodellen fremstå som mindre robust enn dagens modell. I dagens modell skilles det mellom det organ som utøver den faktiske kontroll, og det organ som fører tilsyn med at kontrollen skjer på en betryggende måte. Dette har vist seg å være en ryddig og praktisk fordeling av oppgaver og ansvar, og bør derfor videreføres så langt det lar seg gjøre innenfor de endringer som må gjøres som følge av nye EU-regler. Uten delegasjon vil alle oppgavene bli liggende et sted, noe som innebærer at innarbeidede kontrollmekanismer forsvinner. EU's modell med en kompetent myndighet som også utfører de operative oppgavene, synes ikke å ivareta behovet for tilsyn med/kvalitetskontroll av det arbeidet som utføres. I realiteten vil man derfor minste et tilsynsledd. Selv om effektive kontrollmekanismer i forhold til de operative oppgavene ikke synes å være en del av EU's modell, vil en løsning med delegasjon av oppgaver i det minste innebære at man i Norge til en viss grad viderefører de kontrollelementer som er innarbeidet i nåværende modell.

Selv om Kredittilsynet skulle bli ansvarlig også for de operative oppgavene innenfor prospektkontroll og kontroll med finansiell rapportering, vil dette likevel ikke medføre at børsen vil kunne unnlate å utføre en rekke oppgaver innenfor disse områder. Børsens forretningsmodell innebærer at man må ha en tett oppfølging av kvaliteten på de produkter som tilbys på markedsplassen. Det vil derfor ikke være mulig for børsen å "out-source" kvalitetskontrollen til Kredittilsynet eller andre, uten å føre en viss kontroll med dette. Børsen vil derfor uansett måtte opprettholde kompetanse og bruke ressurser på regnskap, økonomi og jus. I noen utstrekning vil derfor en flytting av oppgaver medføre dobbeltarbeid. De synergier som for eksempel ligger i at opptak til børsnotering er samordnet med kontroll av opptaksprospektet, vil ikke kunne videreføres. Dels vil dette utgjøre en unødig belastning for de som er gjenstand for kontroll, dels vil det samlet sett gi dyrere tilsyn enn i dag, en regning som i siste hånd vil måtte bæres av selskapene. Kostnadene for markedsaktørene ved at transaksjoner tar mer tid – *time-to-market* – bør heller ikke undervurderes.

Av ca 200 børsnoterte aksjeselskaper og sparebanker er det kun en liten andel som i dag har en relasjon til Kredittilsynet fordi de er underlagt institusjonelt tilsyn. De øvrige vil få et forhold til en offentlig institusjon som de ikke har i tillegg til børsen. Det samme gjelder en stor del av obligasjonsutstedere, typisk industriforetak. En slik komplisering synes lite forenelig med prinsippene i Regjeringens handlingsplan for en et enklere Norge (forenkling og tilrettelegging for næringslivet).²

Samtidig er børsen opptatt av det etableres et system som har internasjonale aktørers tillit gjennom at det ikke avviker vesentlig fra eventuelle normalløsninger i Europa. Så langt ser det imidlertid ut til å være et stort innslag av delegasjon til selvregulerende organer. Selv om Norge kan ha særskilte grunner for avvikende ordninger på grunn av stort statlig eierskap og et lite marked er det viktig å sørge for et system som til enhver tid har aktørenes tillit. Pr i dag vil børsen som utførende organ være innenfor den flora av ulike løsninger som velges. Dette vil kunne forandre seg i den ene eller andre retning, hvilket man i tilfelle bør ta opp da.

Som angitt ovenfor kan det antas at EU Parlamentet og Rådet gjennom å åpne for delegasjon av oppgaver i en relativt lang periode for eksempel i prospektdirektivet, har gitt signaler om at man bør være varsom med endring av god lokal praksis, og unngå nye ordninger som ikke gir mereffekter. Overføring av oppgaver til Kredittilsynet synes derfor vanskelig å forsvare, og da spesielt i forhold til føringene om at nye ordninger bør gi mereffekter. Kredittilsynet har i dag liten eller ingen praksis innenfor de aktuelle områder, de mangler markedsnærhet, vil i følge sin utredning fra mai kunne ha problemer med å tiltrekke seg kompetanse samt at en overføring av oppgavene med stor sannsynlighet vil medføre betydelige merkostnader for utstederne i forhold til dagens løsning.

Etter børsens vurdering bør følgende skisse legges til grunn for organiseringen av håndhevelse av IAS-standardene:

- Offentlig organ under Finansdepartementet er kompetent myndighet. Selve håndhevelsen legges til børsen. Lov- og forskrifter bør fastsette rammene for børsens oppgaver, samt oppfølging og kontroll av børsens håndhevelse.
- Departementet bør kunne overføre funksjonen til annet organ. Det vil for eksempel kunne være aktuelt med fornyet vurdering av børsens oppgaver dersom:
 - o Børsen ikke tilfredsstillende utfører oppgavene
 - o Det blir aktuelt med etablering av nye børser i Norge
 - o Børsens organisering eller eierskap endres på en måte som forringer børsens uavhengighet eller på andre måter forringer børsens egnethet til å utføre myndighetsoppgavene.
- Børsen forpliktes til å medvirke i myndighetenes utøvelser av den overordnede myndighet. Dersom børsens funksjoner senere skal overføres til andre, skal børsen medvirke i overføringen og bistå i overgangsfase dersom ønskelig (f eks utlån av personell, systemer m v).

Utvalget har i liten grad utredet detaljene i et tilsynssystem basert på delegasjon. Vi ber derfor om å få det nærmere forslag til detaljering til uttalelse.

Allerede nå vil vi imidlertid påpeke at siden formålet med IAS-implementeringen i seg selv ikke tilsier vesentlige endringer, er det viktig å ivareta kvaliteter i dagens rollefordeling som ble utredet sist i tilknytning til den nye børsloven. Elementene i en delegasjon bør derfor presiseres på en måte lignende det som er gjort for

² Jf Tilstandsrapport 2003 fra Nærings- og handelsdepartementet

markedsovervåkning i dag, men supplert med de særskilte forhold presisert i CESR-anbefalingen.

Etter børsens oppfatning er det hensiktsmessig å videreføre børsklagenemnden som klageorgan også for delegert myndighet. Det vises til at børsklagenemnden er vel ansett og bidrar til å styrke tilliten til verdipapirmarkedene. Nemnden ble også etablert i en tid da Finansdepartementet var ansett som overordnet organ for børsens håndheving av offentlig myndighet.

Ekspertpanel

Oslo Børs er positiv til etablering av et uavhengig ekspertutvalg uavhengig av hvem som blir overordnet myndighet og utøvende organ. Et slik utvalg vil i stor grad tilsvare børsens etablerte ordning med et Regnskapsutvalg. Regnskapsutvalget benyttes av børsen når det er behov for å forankre synspunkter i kompliserte regnskapsmessige spørsmål og har vært meget viktig i forbindelse med børsens kontroll av finansielle informasjon fra de noterte foretakene.

Utvalget gir lite føringer på hvem som skal utpeke et slik ekspertutvalg, utover at overordnet myndighet bør oppnevne medlemmene etter forslag fra eksterne brukergrupper. Det antas at en slik forslagsrett innebærer at det er brukerne, og ikke overordnet myndighet, som i realiteten bestemmer hvem som skal sitte i ekspertpanelet.