

Finansdepartementet  
Postboks 8008 Dep  
0030 Oslo

**FINANSDEPARTEMENTET****08. SEP. 2004**Saksnr. 011 2517-40  
Arkivnr.

epost [arkiv.postmottak@finans.dep.no](mailto:arkiv.postmottak@finans.dep.no),

Deres ref:

Vår ref: 321518

Dato: 7. september 2004

## Høringsuttalelse - gjennomføring av nytt prospektdirektiv

Det vises til Finansdepartementets brev 2. juli 2004 med forslag til regler om gjennomføring av nytt prospektdirektiv med tilhørende forordning.

### 1 Innledning

Børsen har deltatt i den arbeidsgruppen som har utformet forslag til prospektregler, og har ikke ytterligere merknader til de foreslåtte reglene.

Børsens merknader gjelder i hovedsak spørsmålet om hvilket organ i Norge som bør forestå kontrollen av prospekter i den overgangsperioden direktivet tillater. Ut fra det vi oppfatter som det norske verdipapirmarkedets beste, er vi sterkt uenig i Kredittilsynets tilrådning om at Kredittilsynet selv bør forestå prospektkontrollen. Vi viser også til vårt brev til Finansdepartementet av 29. mai 2003 med kommentarer til Kredittilsynets brev av 22. mai samme år. Vårt brev er vedlagt høringsuttalelsen.

Børsen ser det som en uheldig innskrenkning at spørsmålet om hvem som skal ha ansvaret for prospektkontrollen i Norge ikke var omfattet av arbeidsgruppens mandat. Besluttende myndigheter fikk da ikke den bransjesammensatte gruppens råd om dette. Det nevnes imidlertid for ordens skyld at det av høringsuttalelsene til regnskapslovutvalgets forslag, NOU 2003:23, kan se ut som samtlige av de bransjeorganisasjonene som har vært representert i arbeidsgruppen ville anse børsen som den mest hensiktsmessige utøvende organ for prospektkontrollen.

At myndighetsspørsmålet er tatt ut av mandatet har også ført til at regelforslaget som er sendt på høring er ufullstendig ettersom arbeidsgruppen av den grunn ikke har foreslått regler om myndighetenes kompetanse, jf rapportens side 87. Tanker om samarbeid og organisering av kontrollen er derfor vanskelig å kommentere.

### 2 Hvem skal forestå prospektkontrollen?

Direktivet åpner for at prospektkontrollen delegeres fra den nasjonale myndighet inntil 2012. Delegasjonsordningen skal evalueres underveis, hvilket åpner for at direktivet kan endres slik at delegasjonsmuligheten gjøres permanent eller forlenges ytterligere.

Etter utstrakt kontakt med våre brukere mener vi at følgende argumenter taler for at den utøvende prospektkontrollen bør delegeres til børsen i overgangsfasen, og ikke utøves av Kredittilsynet selv:

- a) Prospektkontrollen gjelder investorbeskyttelse gjennom kontroll av den informasjon som offentliggjøres om selskaper og som er en del av kjernen i det å være en regulert markedsplass
- b) Kontrollfunksjoner gir børsen et redskap til å fortsatt spille en viktig rolle i å bygge tillit i verdipapirmarkedene. Sammenhengen med børsens øvrige oppgaver tilsier for børsens brukere at dette legges samme sted.

Dette gjelder særlig opptak av verdipapirer til notering som foretas i en prosess sammen med prospektkontrollen; prosesser som gjensidig påvirker hverandre. Opptak av selskaper til notering innebærer at børsen gjør en omfattende gjennomgang av ulike deler av selskapet både i forhold til opptaksvilkårene, og i forhold til hvilken informasjon selskapet vil gi markedet i forbindelse med børsnoteringen. Gjennomgangen av selskapene gjøres altså både som grunnlag for beslutning om opptak, og som grunnlag for prospektkontrollen. Prospektets innhold kan ha betydning for om børsen finner selskapet egnet for notering eller ikke. Dette samvirket er svært viktig for kvaliteten på prospektkontrollen og opptaksvurderingen. Det innebærer også en vesentlig ressurs- og kompetansemessig synergi som mistes dersom disse oppgavene splittes.<sup>1</sup>

Børsen har hovedansvaret for kontroll med selskapenes etterlevelse av den løpende informasjonsplikten til markedet i børsforskriften. Kredittilsynets høringsnotat om implementering av det nye markedsmisbruksdirektivet synes å legge opp til at denne funksjonen skal delegeres til børsen slik at dagens arbeidsdeling mellom Kredittilsynet og børsen i hovedsak videreføres.<sup>2</sup> Prospekt er en del av selskapenes informasjonsplikt, og kontrollen med denne ses i nøye sammenheng med den løpende informasjonsplikten. Personale med ansvar for oppfølging av informasjonsplikten har som del av det også ansvar for kontroll av prospekter. For markedet har dette betydning for kvaliteten på informasjonen i begge disse informasjonskildene. For selskapene utgjør børsen et naturlig kontaktpunkt for begge disse forpliktelsene. Den samlede ressursbruk på disse oppgavene vil bli høyere om funksjonene splittes – en kostnad som i siste hånd må betales av selskapene.

Synergier og dets betydning for kvalitet, økonomi og tilrettelegging for brukere gjelder også i forhold til øvrige oppgaver børsen har så som administrasjon av markedet, markedsovervåkning og håndhevelse av regelverket om overtagestilbud.

- c) Børsen har verdipapirmarkedets tillit som håndhever av prospektreglene. - Det er *lang tradisjon* for at børsen har myndighetsoppgaver. Børsen har

<sup>1</sup> Det vises til børs sirkulære 5/2001 som beskriver opptaksprosessen nærmere. [www.oslobors.no/ob/sirkulaere](http://www.oslobors.no/ob/sirkulaere)

<sup>2</sup> Se Finansdepartementets brev av 3. mars 2004, Høring – begrenset revisjon av verdipapirhandelloven mv. – implementering av EUs markedsmisbruksdirektiv.

kontrollert prospekter så lenge det har vært lovbestemt prospektkontroll, og før den tid i kraft av selvregulering. Vårt inntrykk er at denne ordningen har fungert godt.

- Børsen har betydelig *kompetanse* både i fagdisipliner og markedsforståelse av betydning for prospektkontrollen.

- Svært mange høringsinstanser har tilkjennegitt at de ser børsen som en hensiktsmessig kontrollmyndighet for regnskapskontrollen, og mange omtaler prospektkontrollen på samme måte.

- Børsen har gjennom målrettet satsing på markedsovervåkning og håndhevelse av regler bevist evne og vilje til å bygge tillit for det norske verdipapirmarkedet i Norge og utlandet.

- Børsen har *markedsnærhet* som tilfører betydelig kompetanse og effektivitet i kontrolloppgavene.

- d) Økonomiske synergier: Kredittilsynet argumenterer med betydelige synergier både i forhold til regnskapskontrollen og i forhold til det å være overordnet organ for prospektkontrollen. Børsen er enig i at det er synergier mellom disse, men mener de ressursmessige og økonomiske synergiene i forhold børsens øvrige funksjoner som nevnt ovenfor er større enn Kredittilsynets synergier. For børsen og andre aktører som eventuelt vil belastes med utgifter vil kostnadene kunne bli høyere med Kredittilsynet som kontrollmyndighet enn om børsen er det. Det reduserer ikke kostnadene nevneverdig for Oslo Børs at også Kredittilsynet må ta del av disse oppgaver.
- e) Kredittilsynet reiste spørsmål om børsen som privat selskap har tilstrekkelig uavhengighet og integritet fra markedsaktørene?
- Myndigheter og interessegrupper var enige om at børsen fortsatt burde ha ansvar for prospektkontrollen da børsloven av 2000 privatiserte børsen. Eierbegrensinger balanserer ut eierinteresser. Tilsyn, kontrollkomité har uavhengighet som spesifisert område og er langt mer regulert enn andre privatiserte børser. Det er dessuten utbredt enighet om at Oslo Børs neppe har fungert bedre enn etter at den ble privatisert.
  - Investorer med tillit til informasjon er børsens fremste mål fordi det i seg selv skaper handel. Denne egeninteressen gjør at børsen setter integritet og uavhengighet i fokus.
  - Børsen håndterer også dette gjennom organisering. En uavhengig disiplinærnemnd vil søkes opprettet, vi har en uavhengig børsklagenemnd, og vi har delt organisasjonen mellom tilsyn/forretning.
  - En vesentlig del av satsingen på markedsovervåkning er gjort etter privatiseringen. Resultatet er noe som etter våre brukerundersøkelser har gitt gode tilbakemeldinger. Et tegn på hvor langt børsen har kommet på dette området er at Oslo Børs er blitt leverandør av markedsovervåkningssystemer, konsept og tjenester til de andre nordiske

børsene

- Myndighetsoppgaver styrker og forankrer den norske børsens plass i det norske verdipapirmarkedet. En børs strippet for regulatoriske funksjoner vil lettere kunne flyttes til andre land, med konsekvenser for det norske verdipapirmarkedet

f) Er dette noe børsen skal tjene penger på?

Børsen skal først og fremst tjene penger på handel. Den skapes ved at investorene handler og det gjør de fordi de gjennom bl a prospektkontrollen får tillit til børsens produkter. Men børsen vil ta betalt for ressursbruk av de kontrollerte selskaper på samme måte som Kredittilsynet evt vil måtte gjøre. At prospektavgift i børsens regnskaper fremkommer som en vesentlig inntekt i dag, skyldes at dette også omfatter det mange andre børser benevner som optaksavgift.

g) Blir Norge et annerledesland om prospektkontrollen legges til børsen?

Selv om en viss sentralisering av funksjoner er trenden i Europa, ventes fortsatt ulike løsninger. Danmark har allerede foretatt delegasjon til børsen som en tilpasning til direktivet. Irland, Luxembourg, Tyskland og Island vurderer alle å gjøre det. Når direktivet åpner for en lang overgangstid hvor funksjoner kan delegeres er jo det nettopp for å ivareta behovet for å kunne videreføre velfungerende løsninger. Særlig kan det se ut som små land der børsene tradisjonelt har en sterk rolle som prospektkontrollør, ønsker å videreføre dette. Det å unngå de seneste års regnskapsskandaler har også vært et av EU's motiver for å la et offentlig organ ha sluttansvaret for bl.a. prospektene. Det er imidlertid intet som tyder på at markeder organisert som det norske har kommet dårligere ut på dette området. Tvert imot har de største skandalene kommet i markeder med annen organisering enn det man har i Norge.

h) Kredittilsynet kan i sitt oversendelsesbrev synes å legge vekt på at ansvaret ikke kan delegeres med oppgavene, og at dette taler for at Kredittilsynet også utøver kontrollen. Vi antar direktivets art 21 her sikter til ansvaret overfor EU og øvrige medlemsstater om å oppfylle direktivet, og i det enkelte tilfelle sørge for ordninger som sørger for at prospekter godkjennes som foreskrevet, og ikke til privatrettslig ansvar overfor selskaper som kontrolleres. Det ansvaret som er beskrevet i direktivet må således kunne ivaretas gjennom tilsyn med børsen og andre tiltak som finnes nødvendig.

Om den utøvende funksjonen legges til børsen bør lovgivningen utformes slik at myndighetene har muligheten til når som helst å endre delegasjonen.

Det er også viktig at børsen får hensiktsmessige arbeidsforhold og en nødvendig grad av frihet også under delegert myndighet. Selv med Kredittilsynet som utøvende organ, vil det være nyttig med et samarbeid med børsen, jf også nedenfor. Det vises til vedlagte fellesuttalelse fra NOREX-børsene.

Dersom man likevel skulle mene at prospektkontrollen ikke bør legges til børsen som privat selskap kan det være grunn til å se nærmere på den samlede organisering av verdipapirtilsynet i Norge.

- Kredittilsynet får etterhvert svært mange roller og funksjoner hvorav det kan være interessekonflikter mellom enkelte. I lengden kan det være uheldig at Kredittilsynet ikke bare er tilsynsorgan for børsen, men også samtidig være involvert i godkjenningen av produkter som inngår i tilsynsområdet og har institusjonelt tilsyn med mange utstedere, f.eks, finansinstitusjoner. At staten også i verdier er den største eier av børsnoterte selskaper, i tillegg til å være øverste myndighetsorgan for Kredittilsynet, vil i spesielle situasjoner kunne gi meget uheldige følger for omdømmet av og tilliten til det norske markedet. Det kan derfor være grunn til å vurdere en oppdeling med et særskilt tilsyn av verdipapirmarkedene.

- Tilsynsmyndighetens selvstendighet bør vurderes. Antagelig vil et tilsyn med noe større selvstendighet og markedsnærhet kunne tjene verdipapirmarkedets interesser på en god måte. Det vil også redusere en eventuell mistanke som det i utlandet kan være rundt statlige tilsynsmyndigheters uavhengighet fra statlig eierinteresser.

Med kunnskapen om de seneste års skandaler i de finansielle markeder er det liten tvil om at organiseringen av og adferden i det norske marked, bl.a. med et godt samarbeide og god ansvarsfordeling mellom Kredittilsynet og Oslo Børs, et velfungerende meglerapparat og god utstederadferd har vært en medvirkende årsak til at det norske marked helt har sluppet disse. En endring som verken utstedere, investorer, meglerapparatet, Kredittilsynet eller børsen vil vinne på, kan vanskelig motiveres av at en annen modell velges av andre og større markeder, spesielt ikke når de verste eksemplene nettopp oppsto i disse markeder. At visse markeder fra begynnelsen valgte å legge prospektkontrollen til et offentlig organ, innebærer at aktørene i disse markeder fra begynnelsen har tilpasset seg dette, og er ikke noe argument for at det norske marked skal bryte opp en struktur som både er effektiv, robust og meget godt akseptert av brukerne, høyest sannsynlig også bedre enn sammenliknbare modeller

### **3 Samvirke mellom aktører i kontrollkjeden**

Uansett om prospektkontrollen skulle delegeres til børsen eller ikke, vil det være behov for å regulere samvirket mellom Kredittilsynet og børsen nærmere. Disse spørsmålene er ikke utredet som grunnlag for høringen her, men vi ber om å bli forelagt disse før departementet fremmer sitt lovforslag.

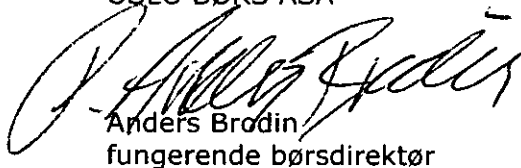
Generelt kan forholdene mellom Kredittilsynet og børsen synes lite helhetlig gjennomtenkt for de ulike direktiv-implementeringsforslagene. Eksempelvis er det i høringsnotatet for markedsmisbruksdirektivet foreslått en videreføring av dagens arbeidsdeling der Kredittilsynet har ansvaret og Oslo Børs en plikt til å rapportere mistenkelige forhold. Dette er regulert i forskrifter og omhandlet i avtale mellom børsen og Kredittilsynet. Det operative ansvaret for utstederes informasjonsplikt foreslås imidlertid delegert til børsen uten at det fremgår hvordan relasjonene mellom institusjonene skal reguleres på dette området. For regnskapskontrollen er det ikke foreslått noen form for delegasjon til børsen. Det er imidlertid lagt til grunn at børsen

fortsatt vil medvirke i regnskapskontrollen, herunder forestå sanksjonering av selskapene, se Ot prp nr 89 (2003-2004) side 38.

Generelt finner Oslo Børs det uheldig at ikke oppgavefordeling og struktur for de ulike direktivene er vurdert samlet. En rekke direktiver og regler skal samordnes. Hver for seg har de kanskje ikke så stor betydning, mens de samlet kan påvirke hele strukturen i verdipapirmarkedene. Det er imidlertid ikke for sent å gjøre en samlet utredning etter at direktivene er implementert. I påvente av dette kan det spesielt være hensiktsmessig å utnytte hele eller deler av den overgangsperioden direktivet åpner for.

Ta gjerne kontakt med spørsmål eller ved behov for ytterligere kommentarer.

Med hilsen  
OSLO BØRS ASA



Anders Brødin  
fungerende børsdirektør

Vedlegg: Brev til Finansdepartementet datert 28. mai 2003