

Finansdepartementet
Finansmarkedsavdelingen
Postboks 8008 Dep
0030 Oslo

Deres ref:

Vår ref:256255

Dato: 2003-05-28

Nytt prospektdirektiv og forordning om anvendelse av IAS – børsens fremtidige rolle i verdipapirmarkedet

Det vises til Kredittilsynets brev til Finansdepartementet av 22. mai d å som vi har fått i kopi.

Kredittilsynet foreslår at Kredittilsynet både får det overordnede og operative ansvaret for så vel IAS-kontrollen som prospektkontrollen. Oslo Børs er i dag tillagt ansvaret for kontroll med prospekter i verdipapirhandelloven og børsforskriften, og fører som ledd i håndhevelse av informasjonsplikten for børsnoterte selskaper i noen utstrekning tilsyn med deres regnskaper. Oslo Børs mener det kan være betydelige ulemper for markedsaktørene dersom vesentlige deler av tilsynet og kontrollen overføres fra markedsplassen til en offentlig myndighet. Vi er derfor opptatt av at det ikke treffes beslutninger som får føringer for hele kontroll- og tilsynssystemet i det norske verdipapirmarkedet før premissene er endelig avklart. Dersom prospektdirektivet skulle åpne opp for delegasjon fra offentlig myndighet, vil det være motivert i bl a de behov mindre børser har eller at det allerede eksisterer god nasjonal praksis på området som det ikke er naturlig å endre.

Vi har forståelse for at myndighetene har behov for tidlige avklaringer i forbindelse med budsjettforberedelser. Etter vår oppfatning er det imidlertid uheldig at Kredittilsynet har tatt et standpunkt til at delegasjon av det operative ansvar for prospektkontrollen ikke skal delegeres til børsen før de EU-rettslige forutsetningene for dette er endelig avklart. At Europaparlamentet kan ha innsigelser som gjør at dette kan blir endret, ble først klart tidligere denne måneden, og er kun reflektert innledningsvis i Kredittilsynets rapport og i oversendelsesbrevet, men ikke i omtalen og vurderingene i rapporten forøvrig. Vi er usikre på om oversendelsesbrevet skal forstås slik at den endelige avklaring ikke vil være avgjørende for Kredittilsynets vurderinger, eller om en åpning for delegasjon tilsier at Kredittilsynet behandler spørsmålet på nytt. Når et argument i vurderingene er at IAS-kontrollen og prospektkontrollen bør ses i sammenheng, er det spesielt viktig at premissene for prospektkontrollen er avklart før man tar endelig standpunkt. Valget for disse områdene vil også kunne være avgjørende eller gi føringer for andre områder.

Et utgangspunkt for vurderingene bør være at det er EUs lovgivning som initierer endringer i Norge, og ikke misnøye med den kontroll børsen utøver i dag. Heller ikke internasjonalt er det, så vidt vi vet, slik at sentraliserte myndighetstilsyn som f eks USA, vurderes som mer vellykket enn dagens norske system. Spørsmålet om hvilke offentlige forvaltningsoppgaver som var naturlig å legge til en privatisert børs ble jo vurdert

grundig så sent som i forarbeidene til dagens børslov, se Ot prp nr 73 (1999-2000). På denne bakgrunn er det dekkende å si at dagens ordning bygger på en nokså entydig og bred tilslutning fra markedsaktørenes interesseorganisasjoner og myndigheter.

Skal man endre noe som anses å være velfungerende, bør det altså foreligge særskilt gode grunner. Etter vår oppfatning betyr det at de mulighetene som er til å plassere relevant myndighet direkte til børsen, f eks regnskapskontrollen, eller til å foreta delegasjon som et utgangspunkt bør benyttes. I tillegg bør man bruke de overgangsperioder som direktivene måtte gi anledning til for å gjøre overgangen så myk som mulig for de markedsaktørene det berører.

Bakgrunnen for Rådets Common Position til prospektdirektiv har heller ikke noen bred tilslutning fra markedsaktører eller myndigheter i Europa, men er mer preget av å være et kompromiss i en større politisk enighet. Den tekst som forbyr delegasjon utover fem år var heller ikke inne i utkast og forslag forut for Rådets beslutning. Protester fra flere hold, blant annet London Stock Exchange, er trolig også noe av bakgrunnen for at forslaget møter motbør i Europaparlamentet. Fra vår side er det også vanskelig å se at en delegasjonsadgang skulle redusere den effektivisering av det indre marked som jo er målet med den EU-reformen.

At også forslaget til det såkalte transparency-direktivet som blant annet gjelder års- og delårsrapporter legger opp til å følge samme modell som prospektdirektivet gjør endringene mer radikale hvis delegasjonsadgangen blir borte. Dette er på mange måter kjernen av børsens oppgaver og funksjoner.

Vi er kjent med at andre markeder har organisert seg med større grad av sentraliserte funksjoner. Kredittilsynet nevner særskilt London Stock Exchange som en børs hvor vesentlige forvaltningsoppgaver er lagt til offentlig myndigheter blant annet begrunnet i at det er flere verdipapirbørser. Sammenligningen mellom Europas største børser og Oslo Børs som en av de aller minste har interesse, men gir langt fra uttrykk for at problemstillingen er skikkelig vurdert. For det første dreier dette seg gjerne om større markeder der den nasjonale børsen også uten disse oppgavene har stor nok saksmengde til å opprettholde en kritisk masse av fagpersonell til å håndtere øvrige børsoppgaver med tilknytning til kontrolloppgavene. I stor grad drives også en dobbelkontroll hvor både børsen og den nasjonale myndighet er bidragsyttere. Kredittilsynet synes ikke å være oppmerksom på at Londonbørsen har gått sterkt i mot begrensningen av delegasjonsadgangen i prospektdirektivet fordi det vil kreve endringer i et av børsens viktige markedssegmenter, the Alternative Investment Market (AIM) som har delegert prospektkontroll. Poenget er at de fleste markeder vil være tjent med større grad av fleksibilitet enn Rådets forslag legger opp til, og at det, hvis direktivet åpner for det, velges ulike løsninger i ulike land.

Spørsmålet om oppgaver skal legges til børsen bør ikke være et spørsmål om hva Oslo Børs eller Kredittilsynet av forskjellige grunner skulle ønske seg, men et spørsmål om hva som er til beste for investorene og selskapene. Selv om vi som børs på mange måter kan se det som en belastning å drive kontroll- og tilsynsvirksomhet ser vi viktige grunner til at dette bør fortsette:

Børsen har gjennom ulike sider av sin virksomhet en *markedsnærhet* som gjør den egnet til å forstå brukernes behov og avveie dem mot hverandre. Gjennom børsnotering og

børsmedlemskap har selskaper og meglerhus en daglig og direkte kontakt med børsen. Børsen har som leverandør av tjenester som bygger på tillit en sterk *egeninteresse* i å kvalitetssikre sine produkter - verdipapirene. Norske og utenlandske investorer er som sluttkunde avgjørende for børsens funksjon og derfor en viktig del av vår kontaktflate. Administrasjon av markedsplassen, markedsovervåkning, overtagelsestilbud og administrasjon av virkemidler i kursnoteringen som suspensjon og børspause gir en unik innsikt og *kompetanse* i forhold til prisdannelsen i børsmarkedet.

Kredittilsynet peker i rapportens kap 8.3 på mulige interessekonflikter ved at en privatisert børs har offentlige myndighetsoppgaver. Kredittilsynet nevner at avkastningskrav kan føre til at børsen nedprioriterer tilsynsoppgaver, og interessekonflikten ved at børsens eiere som gjerne også har styrerepresentasjon også typisk vil være gjenstand for tilsyn. Oslo Børs er enig i at dette er problemstillinger en bør være bevisst, noe Oslo Børs i høyeste grad er, og som også ble gjort med børsloven av 2000. Således er børsen underlagt tilsyn av Kredittilsynet og med særskilt kontrollkomité. Eksempelvis nevnes at kontrollkomitéen i henhold til Kredittilsynets forskrift av 2. april 2001 nr 364 har 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.

For øvrig vil vi bemerke at prioritering av ressurser selvfølgelig representerer utfordringer også for offentlige myndigheter, og at det finnes nok eksempler på at offentlige oppgaver nedprioriteres når det oppstår tilstramming i økonomien. Myndighetene vil også kunne få interessekonflikter i forhold til aktører ved at staten i ulike relasjoner er den største enkeltaksjonær i det norske markedet, og at det i Kredittilsynets styre er medlemmer med tilknytning til tilsynsobjekter og aktører i verdipapirmarkedet.

Til spørsmålet om interessekonflikt kan det også lett innvendes at børsens relasjon til selskapene som brukere er lite forenlig i forhold til det å drive tilsyn med de samme selskapene. For børsen er det imidlertid handel og ikke selskapene som bidrar mest til børsens inntekter, og den genereres av investorene og meglerne. Hvis ikke disse har tillit til at produktene og informasjonen holder mål, vil børsen på sikt miste sitt forretningsgrunnlag. Erfaringen viser også at børsen ikke har problemer med å være like streng mot de største selskapene og markedsaktørene som også er store aksjeeiere i børsens morselskap. Når børsen fører tilsyn- og kontroll med selskapene er det på mange måter utslag av kommersiell *egeninteresse*. 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.

Prinsipielt kan det hevdes at det ville være ryddigere om Kredittilsynet, som har sin styrke og fremste kvaliteter på å drive institusjonelt tilsyn, fører tilsyn med at aktørene fyller sine lovbestemte krav, enn om Kredittilsynet selv gjennom f eks prospektkontrollen blir en deltager i hver enkelt kapitalmarkedstransaksjon. Kredittilsynet vil da få en litt mer profesjonell avstand i sitt tilsyn av børsens utøvelse av lovpålagte kontrollfunksjoner enn om den selv utøver disse.

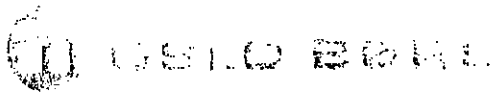
Børsen har en stab og *et fagmiljø* som bygger på markedserfaring. De oppgaver som vil kunne flyttes til Kredittilsynet er en del av grunnlaget for å opprettholde kompetanse på områder som ikke er aktuelt å flytte. Dette gjelder eksempelvis opptak av selskaper til børsnotering, håndheving av informasjonsplikt, markedsovervåkning, virkemidler i

kursnoteringen og tilbudsplikt. Børsen vil derfor måtte opprettholde enn viss kompetanse på regnskap, økonomi og juss selv om f eks regnskapskontrollen og prospektkontrollen skulle bli lagt til Kredittilsynet. Kontroll med selskapene vil børsen uansett ønske å ha, og det omfatter også regnskap- og prospektinformasjon. I noen utstrekning vil derfor en flytting medføre en del *dobbeltarbeid* noe vi ser eksempler på i London og Stockholm der deler av prospektkontrollen ligger hos tilsynsmyndighetene. De *synergier* som ligger i at opptak til børsnotering er samordnet med kontroll av opptaksprospektet, vil for eksempel ikke kunne videreføres. Dels vil dette utgjøre en unødig belastning for de som er gjenstand for kontroll, dels vil det samlet sett gi betydelig *dyrere tilsyn* enn i dag – en regning som i siste hånd må bæres av selskapene. Kostnadene for markedsaktørene ved at transaksjoner tar mer tid fordi godkjennende instans sitter langt fra markedsplassen bør heller ikke undervurderes. For børsen er prospektgodkjennelse ofte en del av en lengre prosess børsen har hatt med selskapet og hvor børsen arbeider under et helhetsperspektiv.

Kredittilsynets rapport reiser spørsmål om kontrolloppgaver av denne type er forenlig med børsens samarbeid med andre nordiske børser (øverste side 52). Spørsmålstillingen fremstår som et argument mot at børsens skal kunne ha denne type oppgaver. Denne tvilen må bero på en misforståelse som vi gjerne vil få oppklart. Det såkalte 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-avtalene blant annet fordi de ulike lands regelverk i stor grad bygger på ulike tradisjoner og ulik arbeidsdeling med myndigheter og selvregulerende organer. Det er heller ikke klart at de andre børsene ikke vil ha funksjoner knyttet til regnskap og prospekter slik Kredittilsynet synes å legge til grunn.

Betydningen av at børser med tiden vil bli integrert i utenlandske børs konserner bør også være del av en slik vurdering som ikke tas opp i rapporten. Eksempler på dette er Euronext som består av børsene i Paris, Amsterdam og Brussel. Det vises også til planene om sammenslåing av Stockholmbørsens morselskap, OM AB og Helsinkibørsen som ble offentliggjort tidligere denne måned. Slike sammenslåinger innebærer felles eierskap og utnyttelse av synergier på særlig IT-systemer og distribusjonskraft gjennom utvidet medlemsnettverk. I alle slike eksempler består imidlertid den nasjonale børsen med alt det innebærer av utstederkontakt, tilsyn og kontroll. Vi kjenner heller ikke til børsfusjon hvor dette flyttes. Etter børsens vurdering er den nasjonale forankring en nødvendig forutsetning for børsvirksomhet av den type vi kjenner i dag. Selv om Oslo Børs i fremtiden skulle få et felles eierskap og nærmere integrasjon med andre børser, er det svært lite sannsynlig at ikke Oslo Børs vil bestå i overskuelig fremtid. Risikoen for at børsen flytter utenlands er derfor forsvinnende liten, og neppe større enn at den i forhold til de aktuelle myndighetsoppgaver kan håndteres under myndighetenes overordnede ansvar. Som eksempel vises til at Verdipapirhandelloven § 1-6 annet ledd åpner for å overføre myndighet fra børsen til Kredittilsynet. På den annen side vil omfanget og betydningen av de funksjoner som er tillagt børsen si noe om børsens nasjonale tilknytning, og derved betydningen av å ha en børs i Norge.

Etter vår oppfatning hadde det vært ønskelig om hensynet til de markedsaktørene som er brukere og produsenter av prospekter og regnskaper reflekteres i myndighetenes vurdering i større grad enn det som er gjort i Kredittilsynets rapport. Det er deres behov



som skal veie tyngst i vurderingen av disse spørsmål. Det samme gjelder vurderingene av markedsplassens samlede rolle i kontroll- og tilsynssystemene for verdipapirmarkedene. Oslo Børs deltar gjerne i de videre vurderinger av spørsmålet og setter pris på å bli kontaktet dersom vårt bidrag er ønsket.

Med hilsen
OSLO BØRS

A handwritten signature in cursive script, appearing to read 'Sven Arild Andersen'.

Sven Arild Andersen

Kopi: Kredittilsynet