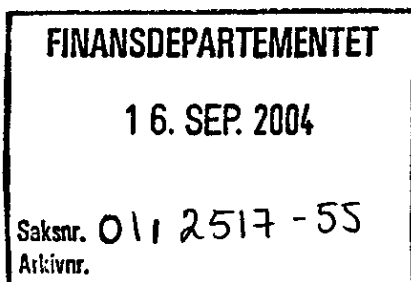


Finansdepartementet
Postboks 8008 - Dep.
0030 OSLO



Dato: 14.09.2004
Vår ref.: 2004/00375
FJA/AJH
Deres ref.: 01/2517 FM JOE

Høringsuttalelse – gjennomføring av nytt prospektdirektiv med tilhørende forordning (*revidert uttalelse*)

1. Innledning - generelt

Det vises til departementets høringsbrev 02.07.04 vedrørende gjennomføring av nytt prospektdirektiv med tilhørende forordning.

Finansnæringens Hovedorganisasjon (FNH) representerer både utstedere, mellommenn og investorer og har følgelig stor interesse i at reglene om prospektplikt, godkjenning av prospekter, utforming av prospekter og ansvarsforhold i tilknytning til prospekter blir utformet på en så hensiktsmessig måte som mulig. Målet er å sikre norsk næringsliv generelt og norsk finansnæring konkurransedyktige rammebetingelser.

Vi registrerer at prospektdirektivet er et såkalt fullharmoniseringsdirektiv som altså innebærer at Norge som hovedregel ikke kan innføre strengere eller mer lempelige krav enn det som følger av direktivet. Likevel dreier det seg ikke bare om et rent oversettelsesarbeid. Direktivet skal innpasses i et allerede eksisterende og omfattende regelverk innenfor særlig verdipapir- og børslovgivning, og vi har oppfattet det slik at man tar sikte på å følge opp norske rettstradisjoner. FNH er opptatt av at man bør, der det finnes valgmuligheter, så langt mulig se hen til løsninger for eksempel valgt i andre land vi har mye økonomisk samkvem med, kanskje særlig de nordiske land.

FNH ser positivt på at man gjennom prospektdirektivet søker å oppnå felles regler innenfor EØS for utforming og kontroll med prospekter som gjelder tilbud om tegning eller kjøp av verdipapirer samt ved opptak til notering. Omsettelige verdipapirer skal kunne utstedes i samtlige EØS-land ved bruk av ett og samme prospekt og slike verdipapirer skal kunne selges fritt over landegrensene innen EØS. Det vil bidra til å fremme effektiviteten i kapitalmarkedet og redusere kapitalkostnadene for næringslivet. Prospektdirektivet legger også stor vekt på å beskytte investorenes interesser med sine omfattende opplysningsplikter og krav til transparens etc. Hensikten med reglene er naturligvis den beste. Imidlertid kan det være en fare for at kostnadene forbundet med å uforme prospekter

kan bli store, og at disse ikke alltid nødvendigvis står i et rimelig forhold til nyttevirkningene for investorene. Dette er en balansegang som man ved den nærmere utformingen av reglene også bør ha et øye for, der det gis anledning til det.

Man sitter igjen med det generelle inntrykket at arbeidsgruppen med sin rapport og forslag til implementering har gjort et solid juridisk håndverk. Det ser også ut til at man har vært seg bevisst de kommersielle interessene og behovene som gjør seg gjeldende for å sikre næringslivets konkurranseevne. Dette virker betryggende, og innebærer at FNH i hovedsak ser positivt på arbeidsgruppens forslag til implementering av EU-direktivet. Vi har noen bemerkninger til gjennomføringen av direktivet som kommer under punkt 2 nedenfor. Til slutt, under punkt 3, vil vi kommentere spørsmålet om hvilken myndighet som skal ha ansvaret for prospektkontrollen.

2. Gjennomføring av direktivbestemmelsene

2.1 Behovet for nasjonale prospekter ved siden av EØS-prospektet

Arbeidsgruppens flertall foreslår nasjonale regler for prospekter for tilbud som over en periode på 12 måneder er høyere enn 100 000 Euro og mindre enn 2 500 000 Euro. FNH er noe i tvil om det er behov for å ha regler for såkalte nasjonale prospekter i tillegg til EØS-prospektet.

For brukerne vil det være praktisk å kunne forholde seg til kun ett regelverk. Det blir enklere og mer oversiktlig. På den andre side kan man hevde at alle investorer vil ha behov for den informasjon som et prospekt gir for å kunne gjøre fornuftige investeringsbeslutninger, også i tilfeller der utstedt beløp er mindre enn 2 500 000 Euro.

Likevel synes beløpet på 100 000 Euro å være ganske lavt. Med minimum 100 investorer resulterer dette kun i et beløp på 1000 Euro eller NOK 8000 pr. investor. Det kan synes å være et for lite beløp til å forsvare alt arbeidet med å følge prospektreglene og hertil forbundne omkostninger, som til sjuende og sist investorene blir belastet med. Ved en emisjon i et selskap av en viss størrelse, vil prospektplikt gjerne medføre at det må foretas en uavhengig juridisk og finansiell gjennomgang av selskapet, en såkalt due diligence. Vi har fått opplyst at prospektkostnader for emisjoner mellom 100 000 og 2 500 000 Euro, inklusive kostnader til juridisk og finansiell due diligence og tilretteleggers honorar for utarbeidelse av prospekt, regelmessig vil være i størrelsesorden NOK 1- 1,5 millioner. En uheldig virkning av en lav beløpsmessig grense for prospektplikt, vil kunne bli at man leter etter muligheter for å unngå prospektplikten, for eksempel ved å rette emisjonen mot profesjonelle investorer eller operere med et høyt beløp pr. andel, fremfor å gi eksisterende aksjonærer fortrinnsrett til tegning. Dette kan virke ekskluderende særlig for mindre aksjonærer. En illustrasjon på at beløpet er lavt kan være det faktum at minimumsbeløpet for prospektplikten etter verdipapirhandelloven av 1985 var på 2 millioner kroner, mens det nå altså foreslås et beløp som tilsvarer 800 000 kroner.

Arbeidsgruppen har en grei drøftelse av relevant hensyn på sidene 33-35. Vi er enige med arbeidsgruppen at det her er relevant å se hen til hvordan andre land, særlig i Norden, vil innrette seg på dette området. Vi oppfatter det slik at arbeidsgruppen her har inntatt et

foreløpig standpunkt for valg av minimumsstørrelsen på 100 000 Euro. Direktivet skal ikke være implementert før 01.07.05, slik at det ikke er nødvendig å låse seg til et bestemt beløp allerede nå. Vi vil derfor oppfordre departementet, i forbindelse med forberedelsen av det videre lovarbeid, å ha kontakt med andre lands myndigheter for å undersøke hvordan dette spørsmålet blir håndtert der etter hvert, slik at man vurderer en høyere grense for prospektplikt enn 100 000 Euro. Ut fra våre overveielser bør dette beløpet heves vesentlig.

Vi registrerer at det er en rekke kapitler i børsforskriften om prospekter som foreslås opphevet, mens kapitlene 19 og 19a beholdes. Det ville være en fordel at alle prospektreglene som omhandler nasjonale prospekter, blir samlet i en og samme forskrift, og da i *prospektforskriften*, jf. forslaget til slik forskrift under punkt 27.3 side 98 i arbeidsgruppens rapport. Dette bør være tilfelle hva enten de omsettelige verdipapirene er børsnoterte eller ikke. I så fall kan man angi spesifikt hvilke bestemmelser i denne forskriften som bare relaterer seg til de børsnoterte papirene. På den måten kan regelverket bli mer oversiktlig og brukervennlig.

For øvrig bør det være en utfordring for myndighetene i forbindelse med revisjonen av dette regelverket å vurdere flere forenklinger knyttet til de såkalte *nasjonale prospektene*, slik at omkostningene ved prospektarbeidelsen kan bli lavere. Det antas at dette vil stimulere til større bruk av slike prospekter, og at utstedere ikke vil være så opptatt av å komme inn under de unntaksmulighetene som regelverket gir for å unngå prospektplikten. I så fall vil dette også bidra til større grad av transparens i markedet med større grad av investorbekyttelse, som er et helt sentralt motiv bak reglene for prospekter.

Arbeidsgruppen foreslår å oppheve nåværende verdipapirhandellov § 5-6 nr. 3, også hva angår de såkalte nasjonale prospekter. Bestemmelsen gir børsen kompetanse til å dispensere fra prospektkravene i tilfelle tilbyder er en annen enn det selskapet som har utstedt verdipapirer i form av aksjer eller obligasjoner. Etter direktivet og forslaget til nye regler vil tilbud om kjøp, altså omsetninger i *annenhandelsmarkedet*, i større grad enn i dag bli omfattet av prospektplikt. Tilbyders tilgang til ikke-offentlige opplysninger om utsteder vil være begrenset. I tillegg er det grunn til å anta at utsteders vilje til å medvirke, vil kunne variere fra utsteder til utsteder, og også være avhengig av hvilken tilbyder som ønsker opplysninger. Så vidt vi forstår, er det ikke dramatisk at dispensasjonsadgangen ikke kan videreføres for EØS-prospekter, da de konkrete kravene etter direktivet er tilpasset situasjoner der tilbyder er en annen en utsteder av verdipapirene, se arbeidsgruppens rapport punkt 13.2.3 på side 63. Arbeidsgruppen påpeker selv, under punkt 14.2.2 første avnitt side 66, at en av forskjellene mellom direktivet og børsforskriften nettopp er differensiering ut fra hvem som er tilbyder. Dersom en bestemmelse tilvarende verdipapirhandleloven § 5-6 nr. 3 ikke videreføres for nasjonale prospekter, bør det vurderes om også prospektforskriften bør tilpasses situasjoner der tilbyder ikke er utsteder av verdipapirene. Vi ber derfor om at departementet ser nærmere på dette spørsmålet.

Spørsmålet om nasjonale prospekter reiser også et spørsmål om *begrepsbruk*. Det kan virke forvirrende at to ulike dokumenter begge omtales som prospekt. Prospektbegrepet bør i denne forbindelse kanskje være forbeholdt det som er EØS-prospekt, som indikerer at det stilles mer omfattende krav til opplysninger som gis i dokumentet. En mulighet kunne

da for eksempel være å kalle den andre typen for dokument for et "informasjonsdokument" eller et "begrenset prospekt".

Ved lesning av arbeidsgruppens forslag til endringer av verdipapirhandelloven kapittel 5, kan det være litt krevende å vite hvilke bestemmelser som gjelder for henholdsvis EØS-prospekter og hvilke som gjelder for nasjonale prospekter. Det hadde vært ønskelig at dette skillet kom tydeligere frem ved den endelige redigeringen av loven.

2.2 Tid for godkjennelsesprosessen

FNH støtter arbeidsgruppens forslag til § 5-7 om å sette en tidsfrist for godkjenning av prospekter på fem arbeidsdager. Dette tilsvarer gjeldende regler og praksis ved Oslo Børs. Oppfyllelse av denne fristen stiller store krav til både børsen og tilrettelegger. Fristen på fem dager er en forutsetning for å oppnå den nødvendige fremdrift i en større emisjon, der det legges detaljerte kjøreplaner for aktiviteter som er nødvendige for å få til en vellykket plassering. Det vises til arbeidsgruppens drøftinger under punkt 18.2.3, særlig på side 74.

Imidlertid foreslår arbeidsgruppen en frist på 15 arbeidsdager for prospekter, der det tidligere ikke er utarbeidet prospekter etter reglene om offentlige tilbud. Forslaget innebærer en vesentlig lengre saksbehandlingstid enn etter dagens praksis ved Oslo Børs. En slik tidsfrist vil i vesentlig grad kunne vanskeliggjøre organiseringen av en større kapitalforhøyelse eller en introduksjonsprosess, der det i tilknytning til noteringen skal gjøres en kapitalforhøyelse hos utsteder, slik at det skal utarbeides ett kombinert noterings- og emisjonsprospekt. Den foreslåtte godkjenningsperioden på 15 arbeidsdager skal etter forslaget til ny § 5-7 løpe fra fullstendig prospekt er mottatt av kontrollmyndigheten. Fristen på 15 dager må sees i sammenheng med forslaget til ny § 5-18, hvor det fremgår at et emisjonsprospekt skal offentliggjøres når tegningsperioden starter, og uansett ikke senere enn 6 arbeidsdager før tilbudsperiodens utløp. At fullstendig prospekt skal foreligge over 4 uker før tilbudsperiodens løper ut, kan medføre atskillige praktiske problemer knyttet til gjennomføring av slike transaksjoner, særlig i situasjoner med sterkt skiftende markedsforhold, og der det er mange aktører (også internasjonale) som er involvert på tilretteleggersiden.

Arbeidsgruppen påpeker selv i sin rapport side 73 – 75 flere forhold ved eksisterende ordning ved Oslo Børs, i form av nær og hyppig kontakt mellom utsteder eller tilrettelegger, for på et tidlig stadium å identifisere og rydde unna mulige hindringer for å få prospektet godkjent. En slik arbeidsform er helt nødvendig dersom den korte fristen på fem dager skal kunne overholdes og bør også være tilstrekkelig for en forsvarlig prospektkontroll der det tidligere ikke er utarbeidet prospekt etter reglene om offentlige tilbud.

Arbeidsgruppen skriver nederst på side 68 at den legger til grunn at prospektet skal inneholde opplysninger om retten til å trekke en aksept. Vi ser det som en fordel at loven uttrykkelig nevner dette, for eksempel i § 5-20, slik at aktørene vet beskjed og kan innrette seg korrekt etter kravene som stilles.

2.3 Kredittinstitusjoners adgang til å utstede nye obligasjoner i form av åpne lån eller låneprogrammer med enklere krav til prospektplikt

Etter verdipapirhandelloven § 5-3 tredje ledd nr 1, jf. børsforskriften § 21-3 første ledd, kan børs eller foretaksregister i enkeltvedtak helt eller delvis fritta fra plikten til å offentliggjøre prospekt ved tilbud som gjelder obligasjoner eller tilsvarende omsettelige verdipapirer som utstedes fortløpende eller gjentatte ganger av finansinstitusjoner. FNH beklager, men tar til etterretning at denne muligheten pga. direktivets bestemmelser vil bortfalle, dersom finansinstitusjonene ønsker å børsnotere papirene. Unntaket i verdipapirhandelloven lar seg imidlertid opprettholde ved offentlige tilbud, jf. forslaget § 5-3 bokstav c).

Vi har likevel merket oss forslaget til § 5-13 første ledd som går ut på at i forbindelse med et låneprogram kan prospektet utformes som et såkalt *grunnprospekt* som inneholder informasjon som nevnt i direktivets artikkel 5 og 7 om utsteder og de aktuelle verdipapirene. Dersom det er nødvendig, kan det gis tilleggsopplysninger iht. artikkel 16 i forbindelse med de enkelte utstedelsene. Et slikt grunnprospekt vil være gyldig i 12 måneder etter godkjenning. Vi legger til grunn at det på denne måten vil være mulig for finansinstitusjoner å oppfylle finansinstitusjoners fortløpende lånebehov uten at man må ta alt arbeidet og omkostningene med å utstede et fullstendig prospekt hver gang man trenger å låne inn penger som en del av et slikt låneprogram.

2.4 Andre merknader

Andeler i verdipapirfond faller utenfor direktivets virkeområde, på samme måte som slike andeler heller ikke er omfattet av verdipapirhandellovens kapittel 5 om prospektkrav ved offentlige tilbud. Det gjelder som kjent egne prospektregler etter verdipapirfondloven. Vi antar at dette også vil være tilfelle for såkalt lukkede fond. Det avgjørende må være hvorvidt et slikt fond er regulert etter verdipapirfondloven.

FNH tar også til etterretning at arbeidsgruppen har foreslått prospektplikt ved utleggelse av *sertifikatlån*, selv om slike lån faller utenfor direktivets virkeområde. Det er likevel positivt at det i § 5-5 e) gis en dispensasjonsadgang for denne typen instrumenter. Vi støtter arbeidsgruppens vurdering av at utviklingen i andre EØS-land og hensynet til norske sertifikatutstederes konkurransesituasjon, tilsier at man har en slik dispensasjonsadgang.

Det fremgår motsetningsvis av § 5-17 at når utsteder *ikke er tilbyder*, er han heller ikke ansvarlig for prospektet. Det bør vurderes å innta en bestemmelse som sier hvem som i så tilfelle kan ha ansvaret for prospektet, jf. direktivets artikkel 6 nr. 1 som oppregner de aktuelle ansvarssubjektene.

Etter forslag til ny verdipapirhandelloven § 5-1 oppstår det prospektplikt ved tilbud om tegning eller kjøp av omsettelige verdipapirer som rettes mot mer enn 100 personer i det norske verdipapirmarkedet. Det fremgår av artikkel 3 nr 2 siste punktum at finansielle mellommenn også kan ha prospektplikt. Vi antar at *tidspunktet for prospektplikt* ikke inntreffer før mellommannen selger papirene videre, forutsatt at de øvrige vilkårene for prospektplikt er oppfylt. Behovet for investorbeskyttelse antas først å oppstå i forbindelse

med selve videresalget, og dette bør være styrende for fastsettelse av tidspunktet for når plikten til å fastsette prospekt inntreffer.

3 Prospektkontrollen

Departementet inviterer også til kommentarer angående spørsmålet om hvilken myndighet som skal ha ansvaret for prospektkontrollen. FNH har tidligere inntatt en klar posisjon til dette spørsmålet i vår høringsuttalelse 05.12.03 om NOU 2003: 23 Evaluering av regnskapsloven. FNH konkluderte der med at både regnskaps- og prospektkontrollen bør ligge hos Oslo Børs. Vi er også kjent med at NHO inntok samme standpunkt. Vi registrerer at Kredittilsynet inntar det motsatte standpunktet, jf. at det til høringssaken er vedlagt et eget oversendelsesbrev 24.06.04 fra Kredittilsynet om dette spørsmålet. Vi er nok noe forundret over at departementet i sitt høringsbrev unnlater å opplyse om at dette spørsmålet har vært behandlet tidligere, og at andre instanser har inntatt et annet standpunkt enn Kredittilsynet.

FNH står ved de synspunktene vi fremmet i høringsuttalelsen av 05.12.03 og konklusjonen om at prospektkontrollen bør ligge hos Oslo Børs. Vi gjengir dette fra høringsuttalelsen vedrørende prospektkontrollen (og regnskapskontrollen):

"4. Kontroll med finansiell rapportering – innføring av en håndhevingsordning

.....

FNH er videre av den oppfatning at regnskapskontrollen bør ses i sammenheng med prospektkontrollen. Etter vårt syn bør prospektkontrollen forbli hos Oslo Børs. Vi vil i denne sammenheng blant annet vise til at børsens rolleforståelse og markedsnærhet gir de beste forutsetninger for rask og effektiv håndhevelse av prospektkontrollen. Det må antas at Kredittilsynet, som et rent forvaltningsorgan, neppe vil kunne bli i stand til å håndtere situasjonen like raskt og effektivt. Det er i forbindelse med prospektkontrollen at det oppstår en rekke meget vanskelige regnskapsspørsmål. Dette tilsier at disse miljøene samles. For å sikre kapitalmarkedets tillit, er det avgjørende at det ikke kan stilles spørsmål ved kontrollorganets uavhengighet i forhold til markedsaktørene. FNH mener at Oslo Børs har vist tilstrekkelig grad av uavhengighet til markedsdeltakerne, slik at det ikke er grunn til å trekke i tvil at kontrollen vil bli tilfredstillende ivaretatt.

....."

Selv om prospektkontrollen legges til Kredittilsynet, må børsen uansett sette seg grundig inn i prospekt dokumentasjonen ved søknad om opptak til notering. Det vil gjennomgående være et omfattende arbeid å undersøke om opptakskriteriene er oppfylt. I så fall vil både Kredittilsynet og Oslo Børs gjennomgå og evaluere prospektet. Det kan reises spørsmål ved om dette er en hensiktsmessig ressursbruk.

Dersom tilrettelegger må forholde seg til både Kredittilsynet og Børsen for henholdsvis prospektkontroll og søknad til børsen, får dette også konsekvenser for ressursbruken hos

tilrettelegger, noe som igjen vil påvirke de endelige kostnadene som utsteder blir belastet med.

Både hensynet til å holde kostnadene for prospektkontrollen og noteringsprosessen nede og hensynet til å samle den faglige kompetansen for prospektevaluering, taler etter vårt syn for at prospektkontrollen legges til Oslo Børs.

Uavhengig av hvor ansvaret for prospektkontrollen måtte bli endelig plassert, bør visse forutsetninger være oppfylt mht. kompetanse og kapasitet for å kunne behandle søknader om godkjenning av prospekter på en hurtig og forsvarlig måte, jf. her forslaget i § 5-7 om godkjenning av prospektet i løpet av fem arbeidsdager. Vi legger også til grunn at kostnadene knyttet til kontrollen av prospektene helt og holdent må utlignes på brukerne av disse tjenestene, altså de som ønsker å få godkjent prospektene.

På samme måte som det er viktig med en hurtig behandling av en søknad om å få godkjent et prospekt, vil det også være behov for at man legger til rette for en hurtig, effektiv og uavhengig klageordning. FNH tviler på at en ordning med Finansdepartementet som klageinstans i tilstrekkelig grad vil ivareta disse hensynene. Vi mener at det på dette området må bygges opp et særskilt klageorgan med spisskompetanse og kapasitet til å kunne undergi klager en hurtig og kompetent behandling, dersom Kredittilsynet skal forestå kontrollen i første instans.

Mer generelt er FNH av den oppfatning at det ville ha vært fordelaktig med en mer helhetlig utredning av spørsmålet om ansvaret for prospektkontrollen ved at man i større grad hadde sett dette i sammenheng med for eksempel Oslo Børs' rolle som markedsovervåker, jf. markedsmisbruksdirektivet, og for så vidt den medvirkerrollen Oslo Børs også er tiltenkt fra myndighetenes side hva angår regnskapskontrollen. I den forbindelse vises til brev fra Oslo Børs 07.09.04 til Finansdepartementet der disse spørsmålene er nærmere behandlet.

Vennlig hilsen
FINANSNÆRINGENS HOVEDORGANISASJON
Finans og juridisk avdeling


Stein Sjølie
Direktør


Arne Johan Hovland
Fagsjef