

KREDITILSYNETS HØRINGSUTTALELSE NOU 2006:3 OM TRANSPARENCYDIREKTIVET

Hjemstatsregulering

På side 193 under "Hjemstatsregulering" er det henvist til ny § 5-5 (dette skal være § 5-4). Når det gjelder hvem Norge er hjemstat for fremgår det i forslag til § 5-4 annet ledd at Norge er hjemstat for "utstedere fra land utenfor EØS som er forpliktet til å registrere opplysninger i medhold [av] § 5-11 første ledd". Henvisningen til § 5-11 gir etter Kredittilsynets oppfatning ikke noen mening med mindre § 5-11 endres til "Utstedere med børsnoterte verdipapirer...", slik også tilsvarende bestemmelse lyder i børsforskriften § 5-2. Eventuelt kan det vises til "utstedere fra land utenfor EØS som er forpliktet til å registrere opplysninger slik forutsatt i direktiv 2003/71/EF (prospektdirektivet) artikkel 10".

Overtredelsesgebyr for brudd på utstederforetaks løpende informasjonsplikt

Utvalget foreslår at det i ny vphl. kapittel 5 inntas regler om løpende og periodisk rapportering, samt andre informasjonspliktige opplysninger. Kredittilsynet er prinsipielt positiv til å samle reglene om løpende og periodisk rapportering ett sted. En slik tilnærming gir konsistens og oversikt i regelverket, og harmonerer godt med den bakenforliggende EU-reguleringen i markedsmisbruks- og transparencydirektivet. Forslagene foranlediger imidlertid noen kommentarer sett i lys av til dagens ordning hvor børsen har hjemmel til å ilegge overtredelsesgebyr ved brudd på tilsvarende bestemmelser.

Etter Kredittilsynets vurdering oppstår det tre prinsipielle spørsmål knyttet til reglene om utstederforetaks *løpende* informasjonsplikt. For det første må det avklares hvem som skal ha det "operative" tilsynet med regelverket. I utredningen er det forutsatt at dette må vurderes nærmere, jf. side 234. Videre må det avklares hvilken instans som bør sanksjonere brudd på regelverket. Dette kommenteres i det følgende. Til slutt oppstår spørsmålet om børsens kompetanse til å fastsette egne regler om tilsyn med og sanksjoner ved brudd på regler om utsteders løpende informasjonsplikt. Dette forholdet er her ikke kommentert nærmere i særlig grad.

Utstederselskapenes løpende og periodiske informasjonsplikter følger i dag av børsloven § 5-7 og børsforskriften. Videre kan børsen til utfylling av børsloven og forskrifter gitt i medhold av denne fastsatte regler og forretningsvilkår for utstederens plikter, jf. børsloven § 5-1. Børsen har som nevnt i dag kompetanse til å ilegge overtredelsesgebyr ved utstedere og medlemmers brudd på børsloven eller børsforskrift, jf. børsloven § 5-12 og børsforskriften, § 25-8, herunder de utfyllende regler gitt i medhold av børsloven § 5-1. Børsens gebyrkompetanse er forslått videreført i ny børslov § 2-28, men ettersom man forslår å samle rapporteringspliktsbestemmelsene i vphl. vil børsen ikke lenger ha samme gebyrkompetanse.

For brudd på de periodiske rapporteringspliktene foreslår utvalget at Kredittilsynet på nærmere gitte vilkår kan ilegge overtredelsesgebyr, jf. ny vphl. § 17-4. Forslaget er i tråd med transparencydirektivet, og harmonerer godt med dagens regnskapskontrollordning, jf. dagens § 12-1 tredje ledd (ny § 15-1 tredje ledd).

Når det gjelder brudd på den løpende informasjonsplikten er det ikke foreslått noen tilsvarende hjemmel for Kredittilsynet. Forholdet synes ikke eksplisitt omtalt i utredningen, jf. likevel side 234 der arbeidsdelingen mellom Kredittilsynet og børsen er kommentert. Et spørsmål i denne sammenheng er hvorvidt det kan aksepteres at børsen inntar i sine egne forretningsvilkår regler som materielt sett er identiske med de rapporteringspliktene som foreslås inntatt i ny vphl. kapittel 5.

Uansett hvorledes dette måtte stille seg i forhold til Norges forpliktelser etter markedsmisbruks- og transparencydirektivet, vil et slikt selvregulerende regime "utenpå" den offentligrettslige, kunne virke uheldig. Aktørene vil få to regelsett å holde seg til som håndheves av to ulike organer. I forarbeidene til forrige børslov, NOU 1999:3, heter det for øvrig at børsens forretningsvilkår skal fastsettes innenfor den overliggende reguleringen i lov og forskrift, jf. f. eks pkt. 20.3 side 209 flg.

Ettersom Kredittilsynet etter gjennomføringen av markedsmisbruksdirektivet er kompetent myndighet for den løpende informasjonsplikten, og regelverket nå tas inn i ny vphl., kan det synes naturlig at Kredittilsynet gis kompetanse til å ilegge overtredelsesgebyrer for mindre alvorlige brudd på den løpende informasjonsplikten. En slik løsning vil skape konsistens i regelverket ettersom en og samme instans vil sanksjonere utstederforetak for brudd på informasjonspliktregelverket (løpende og periodisk). I forlengelsen av dette følger nevnte forslag til ny vphl. § 17-4 hvoretter Kredittilsynet skal kunne sanksjonere brudd på den periodiske informasjonsplikten. I den grad børsen fortsatt skal ha en operativ rolle i forbindelse med *kontrollen* av regelverket om løpende informasjonsplikt – som kan synes hensiktsmessig – bør børsen i tilfelle forberede/utrede saker før disse oversendes Kredittilsynet. En slik arbeidsdeling er i tråd med dagens praksis knyttet til vphl. kapittel 2, og harmonerer godt med dagens vphl. § 12-1 fjerde ledd /ny § 15-1 fjerde ledd).

Generelt om regulerte markeders gebyrer

Uavhengig av ovenstående anser Kredittilsynet det som uheldig at gebyrbeløp ilagt av regulerte markeder tilfaller markedene (de private selskapene) selv. En mer hensiktsmessig løsning vil være at gebyrene tilfaller statskassen, slik tilfellet er for brudd på prospektreglene, jf prospektkontrollforskriften § 5. Kredittilsynet foreslår at dette inntas i selve lovbestemmelsen og foreslår følgende endring i forslaget til i ny § 2-28 første punktum: "Ved brudd på denne lov, forskrifter gitt i medhold av denne lov eller vesentlig brudd på regulert markeds regler og forretningsvilkår, kan regulert marked pålegge utsteder av finansielle instrumenter notert på vedkommende regulerte marked eller medlemmer å betale et overtredelsesgebyr *som skal tilfalle statskassen.*"

Aggregering av aksjer og andre rettigheter ved flagging

Når det gjelder aggregering av aksjer og andre rettigheter ved flagging antar utvalget at direktivet ikke krever aggregering av aksjer/stemmerettigheter og andre finansielle instrumenter (ikke aggregering mellom art 9 og art 13), men at slikt følger av nasjonal rett i dag. Utvalget foreslår å videreføre slik aggregering. Videre er utvalget usikre på om aksjer/ stemmerettigheter i henhold til direktivet skal aggregeres med andre rettigheter som nevnt i art 10 (aggregering skal skje mellom art 9 og 10). Utvalget legger uansett til grunn at slik konsolidering skal skje etter prinsippene i gjeldende norsk rett, også etter lovendringen. Kredittilsynet er enig i alle disse vurderingene. Slik aggregering gjør at man får et samlet bilde av både faktisk og potensiell eier-/stemmerettssituasjon for flaggepliktige beholdninger.

Det følger videre av utvalgets beskrivelse av gjeldende norsk rett at det er en rekke uklarheter vedrørende hvilke rettigheter som skal flagges og hva som skal regnes til den enkeltes beholdning (feks indirekte erverv, betingete rettigheter og repo-forretninger). Utvalget har ikke tatt stilling til hvordan disse spørsmål skal løses i henhold til de nye bestemmelsene. Kredittilsynet er av den oppfatning at det er viktig at disse spørsmålene avklares, men antar at dette kan utstå til forskriftsarbeidet som vil følge i etterkant av lovendringen.

På side 209 annen spalte tredje avsnitt under "Transaksjoner som omfattes av flaggeplikten" skriver utvalget at "I tillegg til etablering av konsernforhold og inngåelse av forpliktende samarbeidsavtaler, bør bortfall av rettigheter til aksjer på annen måte enn utøvelse, flagges".

Kredittilsynet antar at flaggemelding også utløses dersom flaggegrenser passeres ved bortfall av konsernforhold eller opphør av aksjonæravtaler.

De samme kommentarene gjelder på side 213 under "Konsolideringsregler for norske utstedere". Utvalget har der vist til opptaksdirektivet og kun vist til gjeldende vphl. § 1-4 nr 4 og 5 (ny § 2-7 nr. 4 og 5). Opptaksdirektivet er ikke implementert fullstendig i norsk rett når det gjelder flagging. Det bør derfor presiseres at flagging i henhold til de nye bestemmelsene også gjelder selve inngåelsen og opphøret av aksjonæravtalen, samt selve konserndannelsen/-bortfallet, i motsetning til tidligere.

Når det gjelder forslaget til ny § 4-2 åttende ledd for fullmaktsforhold er Kredittilsynet enig i at dette er en spesiell type konsolidering som ikke hører hjemme i ny § 2-7, men heller bør stå i ny § 4-2. Imidlertid er det ikke åpenbart at fullmektigforhold etter forslaget til ordlyd i ny § 4-2 åttende ledd vil gjelde dersom fullmektigen ikke allerede er eier eller innehar rettigheter. Direktivet krever ikke at en fullmektig er eier/innehar stemmerettigheter og har således ingen slik begrensning. Kredittilsynet er derfor av den oppfatning at ordlyden i åttende ledd bør endres og at "annen omstendighet" i § 4-2 tredje ledd bør nevne tildeling av fullmakter.

Videre er Kredittilsynet også av den oppfatning at man presiserer at § 4-2 tredje ledd ikke er uttømmende hva gjelder "annen omstendighet". Kredittilsynet foreslår derfor følgende endringer:

Ny § 4-2 tredje ledd:

Med annen omstendighet i annet ledd, menes *blant annet* begivenhet som endrer stemmerettsfordelingen, etablering og *bortfall* av konsernforhold, bortfall av rettigheter til aksjer på annen måte enn utøvelse, inngåelse og *bortfall* av avtale om samarbeid som nevnt i § 2-7 nr. 5 *eller tildeling eller bortfall av stemmerettigheter som kan utøves etter fullmakt når det ikke foreligger særlige instruksjoner fra aksjeeieren.*

Videre bør også nærståendes fullmakter være flaggepliktige. Kredittilsynet er derfor av den oppfatning at ordlyden i åttende ledd bør endres.

Ny § 4-2 åttende ledd:

Like med vedkommendes egne aksjer og rettigheter til aksjer, regnes aksjer og rettigheter til aksjer som eies eller i tilfelle erverves eller avhendes av nærstående som nevnt i § 2-7, *samt stemmerettigheter tildelt nærstående som kan utøves etter fullmakt når det ikke foreligger særlige instruksjoner fra aksjeeieren.*

Flaggeplikt for fullmaktsforhold vil både gjelde generelle fullmakter og fullmakter gitt for en enkelt generalforsamling, forutsatt at det ikke foreligger særlige instruksjoner fra aksjonæren vedrørende hvorledes fullmektigen skal utøve aksjonærrettighetene. Der fullmakten bare gjelder en enkeltstående generalforsamling antar Kredittilsynet at det i praksis bør kunne flagges kun i forkant av generalforsamlingen (forutsatt at fullmaktene kun gjelder denne), og således ikke etter generalforsamlingen når fullmaktene er falt bort (etter ordlyden kreves det flagging både ved tildeling og bortfall av fullmaktsforhold). Dette forutsetter at flaggemeldingen gjør rede for forholdet.

Fristen for å flagge

Når det gjelder fristen for å flagge har utvalget i realiteten foreslått å videreføre gjeldende rett som krever flagging "straks" etter at avtale om erverv eller avhendelse er inngått. Imidlertid har utvalget i ny § 4-2 første ledd lagt seg på ordlyden "så raskt som mulig" med den begrunnelse at denne ligger nærmere ordlyden i direktivet. Etter Kredittilsynet er dette en uheldig omformulering av ordlyden, dersom formålet likevel ikke er å endre gjeldende rett. "Så raskt som mulig" indikerer at man har lengre tid på seg til å sende melding enn "straks". Dette er et uheldig signal å gi. Utvalget

har uansett foreslått en annen flaggefrist enn direktivet, som har bestemmelser om flagging innen 4 dager. I og med at man uansett distanserer seg fra flaggefristen i direktivet vil det etter Kredittilsynets mening beste være å presisere at det er "straks" som er kriteriet. Kredittilsynet ser at "straks" også kan være et fleksibelt begrep. For eksempel er større finansinstitusjoner gitt lengre tid på å beregne konsolidert posisjon før de flagger enn enkeltstående investorer. Dette er imidlertid godt utviklet i praksis slik at markedet er innforstått med hva "straks" innebærer.

Lagring av offentliggjort informasjon

Det fremgår av forslaget til ny § 5-12 første ledd at opplysninger som skal offentliggjøres etter den nye verdipapirhandelloven skal offentliggjøres på en effektiv og ikke-diskriminerende måte. Videre skal opplysningene "i tillegg sendes elektronisk til vedkommende regulerte marked som skal oppbevare disse på betryggende vis". Utvalget har ikke drøftet på hvilket tidspunkt disse opplysningene skal sendes til lagring. Kredittilsynet forstår "i tillegg" ut fra sammenhengen i bestemmelsen som å bety at opplysningene skal sendes til lagring samtidig som de blir offentliggjort. Dette er viktig for at opplysningene skal være tilgjengelige og søkbare fra første stund og bør etter Kredittilsynets mening presiseres i ordlyden i bestemmelsen slik at den lyder: "Opplysningene skal, *samtidig som de offentliggjøres*, sendes elektronisk til vedkommende regulerte marked som skal oppbevare disse på betryggende vis"

Språk

Utvalget er delt i oppfatningen av hvilket språk norske utstedere skal være forpliktet til å offentliggjøre løpende og periodisk informasjon. Flertallet foreslår at hovedregelen for norske utstedere skal være norsk, men at Kredittilsynet kan gi dispensasjon fra dette etter søknad. Mindretallet foreslår at utsteder fritt skal kunne velge mellom norsk og engelsk.

I henhold til gjeldende rett skal norske utstedere utarbeide informasjonspliktig informasjon på norsk, men Oslo Børs kan gi dispensasjon til å benytte engelsk som språk etter søknad. I henhold til Oslo Børs har børsen aldri avslått en søknad om å benytte engelsk.

I henhold til prospektregelverket kan utsteder velge mellom norsk og engelsk ved utarbeidelse av prospekter. Prospektmyndigheten kan kreve at et sammendrag utarbeides på norsk. Ved høringen til dette regelverket kom det ikke inn noen innvendinger til forslaget. Det har etter Kredittilsynets erfaring heller ikke kommet noen innvendinger fra markedsaktører på bruk av engelsk som språk.

På bakgrunn av erfaringen med bruk av engelsk som språk, den liberale dispensasjonspraksisen hos Oslo Børs og hensynet til konsistens i regelverket slutter Kredittilsynet seg til mindretallets forslag. Det vises for øvrig til mindretallets begrunnelse.

Vedrørende språk for utenlandske utstedere innebærer forslaget til § 5-13 første ledd annet punktum at utenlandske utstedere kan bruke engelsk, dansk eller svensk som språk, men ikke norsk. Kredittilsynet kan ikke se hvorfor utenlandske utstedere skal være forhindret fra å bruke norsk som språk dersom det skulle være ønskelig og foreslår at ordlyden endres til å inkludere dette.

Forslaget til ny § 5-5 annet ledd nr. 3 (erklæring fra personene ansvarlig for regnskapsavleggelsen)

Forslaget til ny § 5-5 annet ledd nr. 3 gjengir transparencydirektivet art. 4 nr. 2 litra c) på en adekvat måte. I NOU pkt. 13.1.3 heter det imidlertid som følger:

"Gitt de omfattende norske kravene til årsberetning og kravet om undertegning av årsregnskapet, antar utvalget at regnskapspliktige etter regnskapsloven ikke behøver å utarbeide erklæring som nevnt."

Regnskapslovens regulering av årsberetning og undertegning av årsregnskap vil formentlig ivareta de hensynene som ligger til grunn for erklæringen i direktivets art. 4 nr. 2 litra c). Kredittilsynet kan imidlertid ikke se at kravene til undertegning av årsregnskap og utarbeidelse av årsberetning i regnskapsloven §§ 3-5 og 3-3a på den ene siden, og transparencydirektivet art. 4 nr. 2 litra c) på den andre siden, fullt ut er sammenfallende. For eksempel savner norsk rett krav om en eksplisitt erklæring fra styret og ledelsen om at gjeldende regnskapsstandarder er fulgt. Etter Kredittilsynets vurdering kan transparencydirektivet art. 4 nr. 2 litra c) vanskelig sies å være tilstrekkelig gjennomført med utvalgets tolkning. Kredittilsynet foreslår at det presiseres at også regnskapspliktige etter regnskapsloven må avgi erklæring som nevnt.

Begrenset revisjon av delårsrapporter

Transparencydirektivet krever ikke at delårsrapporter skal revideres, jf. art. 5 nr. 5. Utvalget drøfter ikke spørsmålet om det bør innføres en revisjonsplikt – ordinær eller begrenset – for delårsrapporter. I NOU pkt. 13.2.3 heter det imidlertid at utvalget ”foreslår ikke at det innføres et påbud om revisjon”.

Etter Kredittilsynets vurdering bør spørsmålet om revisjon av delårsrapporter (fortrinnsvis begrenset revisjon), utredes nærmere på et senere tidspunkt. Det vil i denne forbindelse være naturlig å innhente opplysninger om situasjonen i andre EØS-land.

Hjemmelen for kontroll av finansiell rapportering

I forslaget til ny § 15-1 tredje ledd bør ”i EØS” fremkomme etter ”regulert marked”. Avslutningen på første punktum i tredje ledd vil med dette lyde:

”...omsettelige verdipapirer som er eller søkes notert på regulert marked i EØS”.

Presiseringen er hensiktsmessig ettersom ”regulert marked” erstatter ”børs, autorisert markeds plass eller regulert marked i en annen EØS-stat” i vphl. dagens § 12-1 tredje ledd.

Økonomiske og administrative konsekvenser

Hvilke økonomiske og administrative konsekvenser gjennomføringen av transparencydirektivet vil ha for Kredittilsynet forutsatt at vi har de samme regulerte markedene som i dag, vil avhenge hvorledes arbeidsfordelingen endelig blir mellom Kredittilsynet og Oslo Børs. Dersom Kredittilsynet skal spille en større rolle i den daglige kontrollen av utsteders løpende informasjonsplikt og motta og kontrollere flaggemeldinger og andre meldinger vil dette kreve utvikling av et datasystem for mottak og prosessering av slike. I tillegg antas det at vil kreve flere årsverk for å følge opp de nye oppgavene.