



ØKOKRIM

Den sentrale enhet for etterforskning og påtale av
økonomisk kriminalitet og miljøkriminalitet

Finansdepartementet
Postboks 8008 Dep
0030 OSLO

Sendes også pr e-post postmottak@finans.dep.no

Deres referanse
05/472

Vår referanse
43/2000/5122/9

Vår dato
21. mars 2005

HØRING -- UTKAST TIL ENDRINGER I BØRSFORSKRIFTEN -- GJENNOMFØRING AV MARKEDSMISBRUKSDIREKTIV MV

Vi viser til Finansdepartementets brev av 02.02.05 vedlagt høringsnotat.

I høringsnotatet fremsettes forslag til nye regler i børsforskriften (bf) om utstederselskaps løpende informasjonsplikt. Som fremhevet i høringsnotatet, er terskelen for inntreden av selskapenes informasjonsplikt etter gjeldende rett, noe høyere enn terskelen for når innsideinformasjon oppstår, jf. bf. § 5-2. Endringsforslaget medfører at terskelen for inntreden av selskapenes informasjonsplikt senkes noe, slik at den i utgangspunktet samsvarer med terskelen for når innsideinformasjon oppstår, jf. henvisning fra forslag til ny børsløv (bl) § 5-7, jf. bf. § 5-2, til ny verdipapirhandellov (vphl) § 2-2. Utstederselskapenes informasjonsplikt vil derved inntre på et noe tidligere tidspunkt enn det som er tilfelle etter gjeldende rett. ØKOKRIMs bemerkninger er relatert til denne endringen.

1 Ny bf § 5-3

1.1 "Legitime interesser"

Det foreslås at utsatt offentliggjøring av "innsideinformasjon" skal tillates der det skjer for å verne utstederselskapets "legitime interesser", jf. ny bf. § 5-3, forutsatt at hemmeligholdelsen ikke vil lede markedet og opplysningene behandles konfidensielt, jf. høringsnotatet s. 13-14. Høringsnotatet nevner ulike eksempler på situasjoner der foretakene vil ha grunnlag for utsettelse. Samtidig fremheves at adgangen "antas å være relativt snever", jf. midt på s. 17.

Basert på gjennomgangen i høringsnotatet og eget erfaringsgrunnlag, fremstår utsatt offentliggjøring som hjemlet og tillatt i et ikke ubetydelig spekter av situasjoner. Slik vi ser det, har de langt fleste av disse situasjonene ett fellestrekk; nemlig en viss usikkerhet i forhold til endelig resultat/utgang. Det gjelder bl.a. selskapers fusjonsforhandlinger,

mulig nedbemanning og kontraktsforhandlinger i startfasen. Etter vårt syn bør selskapene i disse tilfellene regelmessig kunne utsette offentliggjøring inntil resultatet er klart. Offentliggjøring på det tidspunkt "*innsideinformasjon*" oppstår, kan hevdes verken å være nødvendig eller hensiktsmessig:

Som høringsnotatet fremhever, bør det foretas en avveining av selskapets behov for konfidensialitet opp mot markedets behov for informasjon. Etter vårt syn må det også legges vekt på hensynet til at markedet får korrekt informasjon. Utgangspunktet i ny bl § 5-7 første ledd er at selskapene skal "*offentliggjøre opplysninger av betydning for en riktig vurdering av instrumentene*", jf. høringsnotatet s. 3. Vi kan vanskelig se at markedet har behov for å få all "*innsideinformasjon*" med en gang den oppstår i et selskap. I mange tilfeller vil det være svært vanskelig for selskapet å gi korrekt informasjon som gir markedet grunnlag for riktig prising av aksjen. Et eksempel er et selskap som ligger i fusjonsforhandlinger, der man anser mulighetene for endelig avtale som svært gode. I en slik kontekst vil det ofte foreligge "*innsideinformasjon*" etter gjeldende rett og etter ny vphl. § 2-2. Men nesten uavhengig av meldingens formulering, vil markedet kunne villedes ved en offentliggjøring fordi suksessmulighetene er tilnærmet umulig å spesifisere. Vi kan vanskelig se at hensynet til informasjon av markedet på et slikt tidlig tidspunkt vil veie tyngre enn selskapets behov for konfidensialitet. Hvis kontrakten blir en realitet, vil adgangen til utsatt offentliggjøring ikke lenger foreligge. Ved børsmelding på dette tidspunkt vil markedet motta presis og korrekt informasjon, slik situasjonen er etter gjeldende rett. Hovedhensynet bak informasjonsplikten; hensynet til "*et velfungerende marked der verdipapirer prises korrekt*", jf. høringsnotatet s. 4, skulle da være ivaretatt.

På denne bakgrunn kan ØKOKRIM vanskelig se at de foreslåtte reglene i børsforskriften vil lede til de store materielle endringene i utstederselskapenes informasjonsplikt. Vel inntretr informasjonsplikten på et tidligere tidspunkt enn hva som er tilfelle etter gjeldende rett, i og med at inntreden av plikten kobles direkte til definisjonen av innsideinformasjon. Men utsatt offentliggjøring begrunnet i legitime interesser synes etter vårt syn – basert på høringsnotatet og ovennevnte anførsler – samlet å resultere i en rettsstilling som i praksis skiller seg lite fra gjeldende rett. Slik vi ser det, vil terskelen for inntreden av informasjonsplikt etter de nye reglene i realiteten være tett opptil terskelen etter gjeldende rett.

Vi vil ellers stille spørsmål ved om eksemplene på "*legitime interesser*" må og bør tas inn i forskriften. Det dreier seg ikke om en uttømmende eksemplifisering, men om en liste som kan sammenlignes med eksemplene på innsideinformasjon som inntatt i høringsnotatet s. 11.

1.2 Melding om utsatt offentliggjøring?


Det foreslås at utstederselskapene skal gi beskjed til børsen når de velger å utsette offentliggjøringen av informasjon samt begrunne utsettelsen, jf. forslag til ny bf. § 5-3, høringsnotatet s. 13-14.

Etter vårt syn vil ulempene ved et slikt forslag være av større vekt enn de mulige fordeler som kan oppnås. Utgangspunktet er at all innsideinformasjon skal meddeles markedet og at selskapene selv har ansvaret for både avgjørelsen av når innsideinformasjon oppstår og vurderingen av om grunnlaget er til stedet for evt utsatt offentliggjøring. Ved et krav om at børsen orienteres vil ansvarsfordelingen etter vårt

syn forrykkes. Børsen vil da i et hvert tilfelle av melding om utsatt offentliggjøring måtte ta stilling til om det foreligger tilstrekkelig legitime interesser for utsettelsen; tilsvarende en art etterfølgende godkjenning. Ordningen vil etter all sannsynlighet også medføre økte kostnader for børsen. Etter vårt syn er det mer hensiktsmessig å la selskapene ta sine avgjørelser uten å melde til børsen, slik at ansvarsforholdene blir klarere.

Vi kan ikke se at fordelene ved melding overskygger disse ulempene, og foreslår derfor at man – i likhet med Danmark – unnlater å kreve melding ved utsatt offentliggjøring.

Med vennlig hilsen


Einar Høgetveit
ØKOKRIM-sjef


Hedvig Moe
politiadvokat

Kopi sendes riksadvokaten og Politidirektoratet til orientering.