

Norges Fondsmeglerforbund

The Association of Norwegian Stockbroking Companies

Stiftet 5. oktober 1915



Finansdepartementet
Finansmarkedsavdelingen
Postboks 8008 Dep.
0030 Oslo

20. mars 2001

Deres ref: 00/5699 FM KTN

Ad: Høring – forslag om endring av flaggereglene og definisjonen av oppgjørsvirksomhet.

Vi viser til Deres brev 6. februar 2001 vedrørende ovenstående med høringsfrist 21. mars 2001.

Oslo Børs har fremmet forslag om endring i flaggereglene slik at det innføres en ny ”terskel” ved at plikten til å flagge inntre allerede når et erverv (eller avhendelse) passerer 5 % av aksjekapitalen eller tilsvarende andel av stemmene i selskapet. Det foreslås ikke gjennomført andre endringer i gjeldende lov.

Bakgrunnen for forslaget synes å være todelt. For det første er forslaget begrunnet med et ønske om harmonisering av regelverket innenfor NOREX-alliansen. For det annet er forslaget begrunnet i at dagens regler - flagging ved passering av 10 %, sammenholdt med regelverket om aksjeeierregistrenes offentlighet, etter børsens oppfatning ikke er tilstrekkelig til å sikre markedet og offentligheten den nødvendige informasjon om eiere av større aksjeposter. Når det gjelder det siste vil vi få bemerke at reglene om aksjebokens offentlighet er svært varierende innen NOREX-landene og EU som enten åpner for allment innsyn eller innsyn for aksjonærer, jfr den nedenfor nevnte undersøkelse. Vi kan vanskelig se at eventuelt utilstrekkelige regler eller mangelfull praktisering av et annet regelverk skal være noe særlig tungtveiende argument for endringer i flaggereglene, som jo har et noe annet formål enn reglene om aksjebokens offentlighet.

Norges Fondsmeglerforbund er av den prinsipielle oppfatning at norsk regelverk på det angjeldende område i størst mulig grad bør være harmonisert med regelverket i de land som deltar i NOREX-alliansen. Samtlige land innenfor alliansen opererer med en grense på 5 % og vi har således ikke prinsipielle innvendinger til at man innfører en ny første ”terskel” på 5 %.

Imidlertid er det vår oppfatning at man ikke kan se denne prosentgrensen alene, idet det det bla foreligger andre forskjeller i regelverket, både innen NOREX-landene og i det øvrige Europa, som man må hensynta. Det er således av avgjørende betydning for vårt standpunkt til innføring av 5 % grensen at det foretas enkelte andre tilpasninger i gjeldende lovgivning, og da særlig knyttet til konsolideringsreglene og fristreglene. Begrunnelsen for dette er dels praktiske grunner, men også fordi et erverv som utløser flaggeplikt ofte blir sett på som en strategisk aksjeinvestering fra erververens side og da særlig knyttet til overskridelse av første flaggegrense – i dag 10 %. Mange aktører vil derfor være varsomme med å nærme seg flaggegrensen for å unngå spekulasjon om det ligger strategiske beslutninger bak ervervet. En første flaggegrense på 5 % kan få den følge at norske finanskonsern vil kunne bli mindre aktive aktører enn de er i dag i norske børsnoterte selskaper, med mindre det gjøres endringer i konsolideringsbestemmelsene.

En rekke av våre medlemsforetak inngår som en del av større finanskonserner, noen som en integrert avdeling av større banker, andre som datterselskaper. Innenfor disse foretak/konserner

vil det i tillegg til verdipapirforetaket være flere avdelinger/datterselskaper som opptrer som kjøpere og selgere av aksjer, enten for egen regning og risiko eller på vegne av sine kunder. Dette kan gjelde f eks bankens egenhandel som ledd i egen kapitalforvaltning, forsikringsselskaper som forvalter både egne og kunders midler, verdipapirfondforvaltning med mer. Felles for disse virksomheter er at de skal drives adskilt fra hverandre og adskilt fra foretakets/morselskapets øvrige virksomhet. Lovgivningen stiller strenge krav til informasjonssperrer slik at det til dels vil være umulig å skaffe en samlet oversikt over beholdninger innenfor de frister som gjelder for flagging i dag uten at man går på akkord med regelverket om informasjonssperrer. I dag er denne type problemstilling gjerne løst ved at de enkelte enheter har en handleramme i % av hvert utstederselskaps aksjekapital slik at summen av disse handlerammer er under 10 %. Med en første flaggeterskel på 10 % er slike handlerammer praktikable for de enkelte enheter, men kan bli uakseptabelt lave dersom det ikke gjøres endringer i konsolideringsreglene, jf nedenfor. Som eksempel vil vi påpeke at verdipapirforetak i banker driver market-makervirksomhet i standardiserte aksjeopsjoner noe som betinger at foretaket også kan "hedge" seg i de underliggende aksjer. Dersom denne type posisjoner skal konsolideres med posisjoner øvrige deler av konsernet besitter, kan handlerammene bli så vidt lave at det neppe er mulig å drive denne virksomheten på en optimal måte. For verdipapirfonds aksjeinnehav har man i praksis normalt lagt til grunn at dette ikke skal konsolideres med aksjer eiet av selskaper i samme konsern som forvaltningsselskapet. Begrunnelsen for dette er dels at aksjene i slike tilfeller eies av fondet og i andelseiernes interesse og dels at det foreligger effektive informasjonssperrer, jfr Degré: "Flagging av større aksjeposter i børsnoteerte selskaper", (Tidsskrift for forretningsjus 1999 s 244). Dette unntaket synes fornuftig og synes også å være i samsvar med vphl § 3-2 siste ledd jfr. § 1-5. Begrunnelsen kan for så vidt like godt anvendes i forhold til f eks forvaltning av livselskapenes og pensjonskassers midler på vegne av kunder. For oss fremstår det som uklart om slike aksjeinnehav etter dagens regelverk skal konsolideres med aksjeinnehav som øvrige deler av finanskonsernet besitter.

EUs storaksjonærdirektiv (88/627/EEC) åpner for at det kan gjøres visse unntak fra flaggeplikten, jfr art. 9. Denne unntaksmulighet er ikke benyttet i dagens norske lovgivning.

Det er helt avgjørende for oss at man benytter den unntaksmulighet som ligger i direktivets art 9, slik at verdipapirforetakenes handel som ledd i investeringstjenestevirksomhet unntas fra flaggeplikten. Dette er handel som foretas som ledd i markedspleien f eks gjennom market-makervirksomhet. I Danmark er det gjort unntak for medlemmer av en fondsbørs når besittelsen ikke benyttes til å gripe inn i selskapets forvaltning, jfr storaksjonærbekendtgørelsen § 4. I følge "Ekspertundersøgelse vedrørende åbenhed om aktiebesiddelser" utarbeidet av professor Nis Jul Clausen og professor Karsten Ensigt Sørensen på oppdrag fra det danske Finanstilsynet, er et slikt unntak på linje med reguleringen i de fleste land, jfr undersøkelsens punkt 5.1 s 26.

Vi foreslår derfor at vphl § 3-2 får et nytt siste ledd om at flaggeplikten etter § 3-2 ikke gjelder for verdipapirforetaks erverv og avhendelse foretatt som ledd i investeringstjenestevirksomheten. I tillegg mener vi at det må fremgå at aksjeinnehav som livselskaper besitter på vegne av kunder ikke skal konsolideres med aksjeinnehav som besittes av andre selskaper innen samme konsern.

I tillegg til ovenstående vil vi peke på at de grenser for flagging som gjelder innenfor EU/EØS området må sees i sammenheng med de øvrige regler som gjelder for flagging. Bl a vil det være av betydning for grensen når flaggeplikten inntre, *hvilke regler* som gjelder for konsolidering, *hva* som omfattes av flaggeplikten med hensyn til instrumenter og ikke minst forskjeller med hensyn til aksjebokens offentlighet. Innenfor disse områder foreligger en rekke forskjeller og det er vår vurdering at en ensidig reduksjon av flaggegrensen vil medføre en vanskelig praktisering og et betydelig strammere regime enn det vi eller finner innenfor EU/EØS området.

I denne sammenheng er det viktig å merke seg at flaggeplikten kan inntre på forskjellig tidspunkt. I Norge inntre den straks etter erverv eller avhendelse. For så vidt gjelder gjennomgangen av utenlandsk rett i Oslo Børs' høringsnotat bemerkes at denne ikke synes å være helt dekkende. Etter direktivets art 4 skal flagging skje innen syv dager etter ervervet eller avhendelsen. Rapportering skal skje til foretaket og til "competent authority". I følge den ovennevnte undersøkelse er fristens utgangspunkt det tidspunkt vedkommende fikk eller burde fått kjennskap til ervervet eller avhendelsen, hvilket er noe annet enn "syv dager etter avtaleinngåelsen". Deretter følger ytterligere en frist – snarest og innen 9 dager for mottageren

av informasjonen til å offentliggjøre denne, jfr art 10 nr. 1. Enkelte EU land har benyttet direktivets bestemmelser med en slik todelt rapportering og offentliggjøring. I andre EU land er fristene noe kortere, gjerne 2 eller 5 dager. Kravet til å rapportere straks gjenfinnes i de nordiske land samt Holland.

Dersom man ikke velger å benytte de unntaksmuligheter som vi har nevnt ovenfor, bør det vurderes å endre på tidspunktet for flaggeplikten inntreden, jfr ikke minst det forhold at noen samlet oversikt på konsernnivå vanskelig kan etableres på selve ervervs- eller avhendelsestidspunktet, jfr bl a kravet til informasjonssperrer mv. Oslo Børs har selv påpekt denne mulighet i sitt høringsnotat, men viser til at det vil være uheldig å foreta seg noe før det er avklart hva NOREX-alliansen vil foreslå. Til dette er å bemerke at man må se på den samlede regulering i sin helhet og det kan ikke være en slik hast med endring av flaggegrensen at man ikke kan avvente en eventuell fellesnordisk plattform. Et annet, og kanskje vel så viktig spørsmål, er i hvilken grad, om i det hele tatt, lovgivningen skal tilpasses de til enhver tid gjeldende behov for deltagerne i NOREX-alliansen, eller om regelverket skal stå på egne ben ut fra hva man mener er en riktig harmonisering av EUs direktiver og hva som er riktig for det norske verdipapirmarkedet i sin helhet.

Vi har allerede vært inne på reglene om konsolidering som bør vurderes i relasjon til nærstående. Et særlig problem kan synes å foreligge i forhold til vphl § 1-5 nr 5 om forpliktende samarbeid. Denne bestemmelse kan synes mer omfattende enn det som følger av direktivet og reguleringen i andre land vedrørende ”concert parties”. På dette området er bildet noe uoversiktlig, men det er viktig at man hensyntar hvem som omfattes av plikten når man vurderer senkning av grensene.

Et annet forhold som kan være av betydning er hvilke erverv som omfattes av flagging, jfr problemstillinger knyttet til erverv av f eks opsjoner og konvertible obligasjoner. Også på dette området er reguleringsbildet innen EU forskjelligartet, noe som også kan tenkes å burde tillegges betydning i forhold til når flaggeplikten skal inntre.

Når det gjelder forslaget fra Norsk Oppgjørssentral vedrørende utvidelse av verdipapirhandelloven § 1-6 til å omfatte alle finansielle instrumenter som nevnt i vphl § 1-2 annet ledd, jfr tredje ledd, har Forbundet ikke merknader til dette og kan derfor støtte forslaget.

Med vennlig hilsen

NORGES FONDSMEGLERFORBUND

Frede Aas Rognlien