

# ***Nytt fra Oslo Børs***

*Thomas Borchgrevink*

*Direktør markedsovervåking og -administrasjon*

# *Nytt fra Oslo Børs*

- Offentliggjøring av innsideinformasjon
- Likebehandling ved reparasjonsemisjoner
- Nye regler for kvartalsrapportering



# *Offentliggjøring av innsideinformasjon*

## **Bakgrunn**

- Brev fra Finanstilsynet 19. desember 2016
- Plikten i vphl. § 5-2 til å offentliggjøre innsideinformasjon «umiddelbart» kan ikke knyttes til børsens åpningstid. På tvers av børsens fortolkning fra tidlig 2000 tallet.
- Oslo Børs endret sin tolkning med virkning fra 1. april 2017.
- Berører Oslo Børs, Oslo Axess, Merkur Market og Nordic ABM

# Offentliggjøring av innsideinformasjon

## Generelt

- Berører all innsideinformasjon som oppstår eller avklares utenfor børsens åpningstid hvor vilkårene for utsatt offentliggjøring ikke er oppfylt.
- Umiddelbar offentliggjøring av innsideinformasjon – (det tas høyde for noe tid til å sette seg inn i et forhold og forberede melding).
  - Uventede hendelser: Utenfor normal bemanningstid tillates noe mer tid til å områ seg
  - Forventede hendelser: Akseptabel håndteringstid er normalt kortere enn for uventede hendelser.
- Ingen generell plikt til å ha en døgnkontinuerlig beredskap for å håndtere evt. informasjonspliktige forhold



# Offentliggjøring av innsideinformasjon

## Eksempler

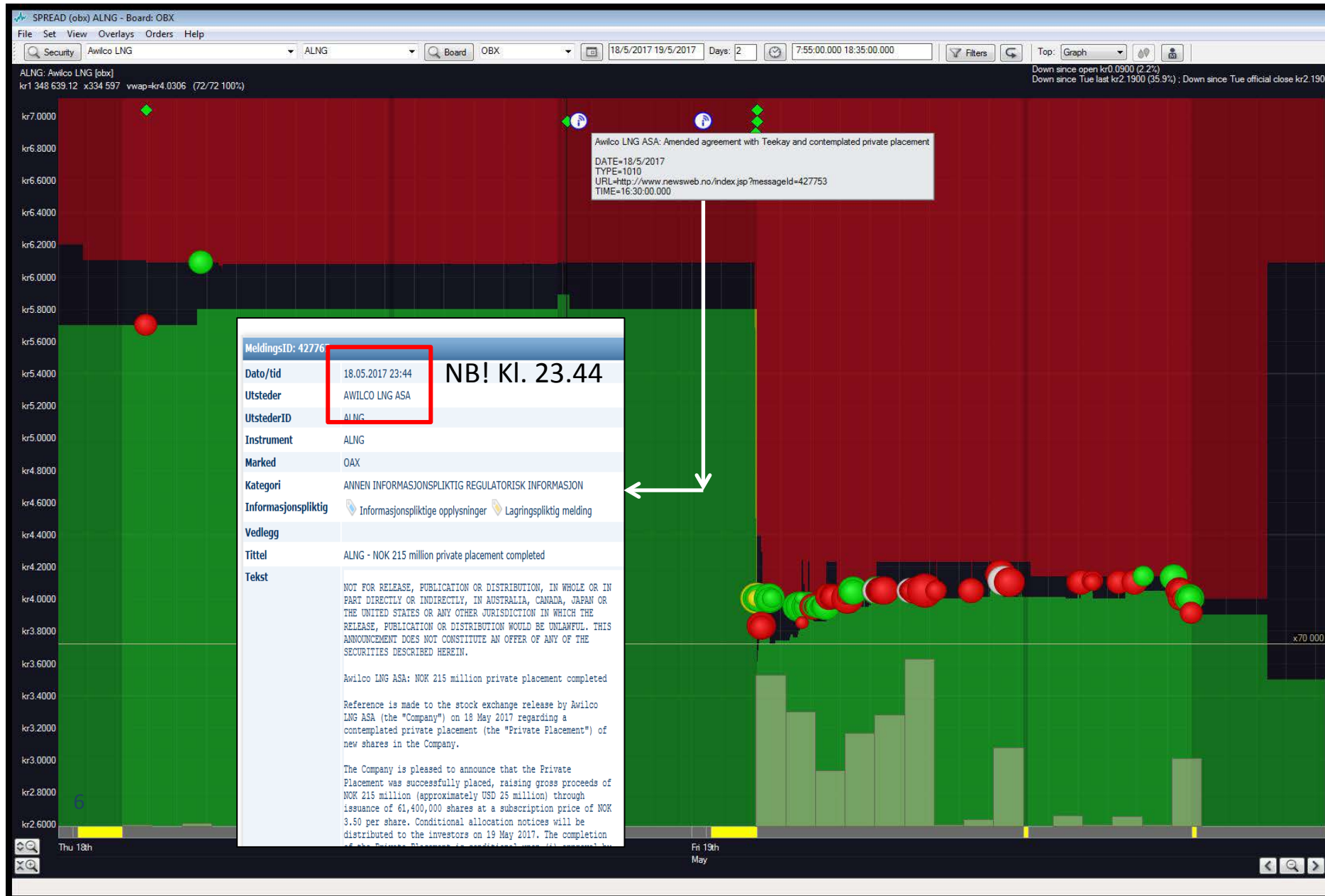
### Utsatt offentliggjøring - Uendret

- Når innsideinformasjon og utsatt offentliggjøring oppstår utenfor børsens åpningstid er det tilstrekkelig å orientere børsen før åpning neste dag.

### Rettede emisjoner – Endret

- Tidligere modell: **1)** Emisjon annonseres etter markedets stenetid. **2)** Boken lukkes og selskapets styre vedtar gjennomføring og tildeling samme kveld. **3)** Børsmelding om gjennomført emisjon sendes neste morgen.
- Kan normalt ikke vente til neste morgen med melding, med mindre styremøte er lagt til neste morgen. Børsmelding sendes direkte etter styrets vedtak om pris, volum, tildeling og evt. andre vesentlige forhold, med mindre kriteriene for utsatt offentliggjøring er oppfylt.

# Rettet emisjon – eksempel fra mai 2017



# *Offentliggjøring av innsideinformasjon*

## Eksempler

### Regnskapsrapporter – noe endret

- Det kan videreføres at regnskapsrapporter vedtas i styremøter etter børsslutt og offentliggjøres på morgenen påfølgende handelsdag, forutsatt at datoen er kommunisert i finansiell kalender.
- Ved offentliggjøring på en mandag eller dagen etter helligdag kan styret senest vedta rapporten kvelden i forveien.

# Engasjement fra markedsaktørene

OSLO BORS STRAMMER INN NÅ SKAL ALL INFORMASJON UT UMIDDELBART

## Kan gjøre finansjobb til nattarbeid

**FINANS:** Informasjonsplikten skal ikke lenger gjelde bare i børsens åpningstid. Den skal ut med en gang, uansett klokkeslett. - Dette skaper masse problemer, sier Carnegie-sjef.

**MARIS MØRCH-LARSEN**  
 Jeg gir en god vis i disse til disse...  
 ... Vi har sett at forbrukerne...  
 ... Informasjonsplikten vil bli...  
 ... Det er viktig å opplyse om...  
 ... Dette vil gi en bedre...  
 ... Det er viktig å opplyse om...  
 ... Dette vil gi en bedre...  
 ... Det er viktig å opplyse om...  
 ... Dette vil gi en bedre...



PODIE: Det er viktig å opplyse om...

PODIE: Det er viktig å opplyse om...

**Lær dagens ordning**  
 Lær og opplyse, og som dagens...  
 ... Mange av de som...  
 ... Det er viktig å opplyse om...  
 ... Dette vil gi en bedre...  
 ... Det er viktig å opplyse om...  
 ... Dette vil gi en bedre...

PODIE: Det er viktig å opplyse om...

PODIE: Det er viktig å opplyse om...

**Ber om innspill nå**

**Endres fra 1. april**

**Endres fra 1. april**

**Dagens resultat**  
 Informasjonen er...  
 ... Det er viktig å opplyse om...  
 ... Dette vil gi en bedre...  
 ... Det er viktig å opplyse om...  
 ... Dette vil gi en bedre...

**Dagens resultat**  
 Informasjonen er...  
 ... Det er viktig å opplyse om...  
 ... Dette vil gi en bedre...  
 ... Det er viktig å opplyse om...  
 ... Dette vil gi en bedre...

**Dagens resultat**  
 Informasjonen er...  
 ... Det er viktig å opplyse om...  
 ... Dette vil gi en bedre...  
 ... Det er viktig å opplyse om...  
 ... Dette vil gi en bedre...

OSLO BORS STRAMMER INN OPPLYSNINGSPLIKTEN SKAPTE IRRITASJON I FINANSBRANSJEN

## Frederer kvartalspresentasjonene



PODIE: Det er viktig å opplyse om...

■ - Har skapt masse bekymring, sier advokat

Dagene forløser ut ryktene om...  
 ... Det er viktig å opplyse om...  
 ... Dette vil gi en bedre...  
 ... Det er viktig å opplyse om...  
 ... Dette vil gi en bedre...

**Kan gjøre finansjobb til nattarbeid**



PODIE: Det er viktig å opplyse om...

■ - Har skapt masse bekymring, sier advokat

Dagene forløser ut ryktene om...  
 ... Det er viktig å opplyse om...  
 ... Dette vil gi en bedre...  
 ... Det er viktig å opplyse om...  
 ... Dette vil gi en bedre...

PODIE: Det er viktig å opplyse om...

**PRIVATMEGLEREN**  
ALLE

Annonse: Møbler  
Elevane 04 20 00 00  
TE 900 80 431

Visning  
Befring 10.11.18 10.00-18.00  
Møbler 10.11.18 10.00-18.00

**Skillebekk/Grner**  
**Terningbekk/6**

8.300.000,-

Om. ca 2,8%

Næringslivet 4 roms tilbedring, heis og park - Feltet tekton  
for fantastisk utsikt - Selskapslokal - Brann- og vannrett  
90 m<sup>2</sup> 190 m<sup>2</sup> 700m<sup>2</sup> - Riggelyd 1900 + 1 best + 3 avveier  
3. etasje + felleskjøper og med 2 BKA - Torshavn 8 404 241

privatmegleren.no/90082753

NORDAS EIDINGSMEGLERLEDE



# *Likebehandling ved reparasjonsemisjoner*

## **Bakgrunn**

- Børsen fører tilsyn med likebehandling, jf. vphl. § 5-14
- Børssirkulære 2/2014 – om likebehandling, særlig i rettede emisjoner
- April 2017 – supplement til sirk. 2/2014
- Omfattende bruk av rettede emisjoner i det norske markedet



# *Likebehandling ved reparasjonsemisjoner*

## **Om likebehandling**

- Tiltakende bruk av kriterier og metoder som utelukker aksjonærer med mindre aksjeposter som eies via forvalter fra å delta i rep.emisjoner
- En uheldig utvikling – supplementet veileder på likebehandling ved fastsettelse av vilkår og gjennomføring av reparasjonsemisjoner.
- Reparasjonsemisjon
  - Relevant tiltak for å motvirke usaklig forskjellsbehandling
  - Sikre størst mulig grad av likebehandling for alle aksjonærer
  - Ikke nødvendigvis et krav – men dersom det gjennomføres så er det viktig at vilkårene er slik at det ikke oppstår usaklig forskjellsbehandling.

# *Likebehandling ved reparasjonsemisjoner*

## Typetilfeller – kriterier for deltakelse i reparasjonsemisjon

### Beholdningsterskler

- Hvis registrert beholdning i VPS benyttes som skjæringspunkt (f.eks 100.000 aksjer) for deltagelse kan det medføre at visse aksjonærer utelukkes fra reparasjonsemisjonen.
  - Forvalterregistrerte aksjer
  - Andre aksjekontiløsninger som gjør VPS uegnet som kilde

# Likebehandling ved reparasjonsemisjoner

## Typetilfeller – kriterier for deltakelse i reparasjonsemisjon

### Invitasjon til deltakelse eller allokering av aksjer i rettet emisjon

- Vanlig med utvelgelseskriterium basert på om en aksjonær blir *invitert* til å delta i den rettede emisjonen
- Dette kriteriet kan utfordre likebehandlingsreglene
- Sentralt vil være: reell mulighet til delta
- Mulige problemstillinger:
  - 1) tilrettelegger inviterer til den rettede emisjonen pr. telefon, men når ikke frem til investor
  - 2) Tilrettelegger kontakter forvalter, men bakenforliggende aksjonær blir ikke invitert.
- Børsen forutsetter gode rutiner og dokumentasjon i invitasjonsprosessen – hvis invitasjon til deltakelse i rettet emisjon gjøres til vilkår for utvelgelse



# *Nye regler for kvartalsrapportering*

## **Bakgrunn**

- EU vil sikre SME selskaper tilgang til kapitalmarkedet – kvartalsrapportering ansett som en barriere og byrdefullt
  - endret i oppdatert rapporteringsdirektiv
- Krav til kvartalsrapportering for selskaper med aksjer notert bortfalt med virkning for regnskapsåret 2017, etter endring i verdipapirforskriften
- Oslo Børs tilpasset seg lovens minimumskrav etter høringsrunde høsten 2016
- Spesialregulering for bank- og forsikring som ikke påvirkes av nevnte endring → lovhjemlet kvartalsrapportering videreføres

# *Nye regler for kvartalsrapportering*

## **Diverse:**

- Kvartalsrapporter som det ikke er lovmessig krav om offentliggjøres som øvrige regnskapsrapporter, senest samtidig som de offentliggjøres i andre kanaler. Ingen spesifikk tidsfrist.

## **Oslo Børs IR anbefaling**

- Selskapene oppfordres til å publisere kvartalsrapporter i hht IAS 34 for første og tredjekvartal, i tillegg til halvår- og årsrapport (Q4 faller helt ut) innen den 15. i andre måneden etter regnskapsperiodens utgang.
- Børsen oppfordret selskapene til å ta stilling til fremtidig kvartalsrapportering og eventuelt ha en velbegrunnet forklaring hvis dette ikke anses som nødvendig. (Sirk. 4/2016)

# Nye regler for kvartalsrapportering

Annonsert at Q1-2017 tall vil bli offentliggjort

Likviditetssegment	Beskrivelse	Antall selskaper (31.12.2016)	Andel med Q1- 2017 rapport
<b>OBX</b>	25 mest likvide selskapene	25	100%
<b>OB Match</b>	>10 handler per dag, likviditetsgarantist	119	100%
<b>OB Standard</b>	< 10 handler per dag, ingen likviditetsgarantist	25	21/83%
<b>OB EK bevis*</b>	Alle de noterte EK bevisene	19	100%
<b>Oslo Axess</b>	Alle selskaper notert på Oslo Axess	21	16/76%
<b>Merkur Market**</b>	Alle selskaper notert på Merkur Market	11	54%

\*Fortsatt underlagt lovkrav om kvartalsrapportering

\*\* Aldri hatt krav om kvartalsrapportering

# Stort engasjement fra investorer og analytikere

## Behold kvartals-rapportene

Et EU-direktiv åpner for at medlemslandene ikke lenger kan kreve kvartalsrapportering for børsnoterte selskaper. Dette vil også måtte tilpasses norske forhold.

Som ledd i implementeringen av direktivet i Norge har Verdipapirlovutvalget levert et forslag til Finansdepartementet som nå er ute på høring. Folketrygdfondet er kritisk til forslaget.

Rapportering krever riktignok ressurser og kan gå på bekostning av verdiskaping. Fokuset på enkeltkvartaler kan gå ut over langsiktige mål. Folketrygdfondet er imidler-

tid opptatt av åpenhet og ryddige prosesser for publisering av informasjon til kapitalmarkedet. Relevant informasjon bør gjøres tilgjengelig for alle samtidig.

Det er også et viktig prinsipp at vesentlig informasjon om selskapets finansielle stilling bør publiseres så snart den foreligger.

Risikoen er at sjeldnere rapportering vil føre til økt usikkerhet i prising, økt volatilitet og mindre velfungerende kapitalmarkeder. Dessuten kan det innebære økt risiko for informasjonslekkasje.

Kvartalsrapportering krever ressurser, men vi mener at dette argumentet svekkes av utviklingen i nye regnskaps- og rapporteringsverktøy.

Vi mener at hensynet til åpenhet og offentliggjøring av

informasjon til kapitalmarkeder teller mest i denne sammenheng. Informasjonen er viktig for effektiv prising og velfungerende markeder og velfungerende markeder. Folketrygdfondet oppfordrer selskapene til fort publisere kvartalsrapporter.

Nils Bastiansen, direktør delingen, Folketrygdfondet

## Effektivt og fleksibelt offshore

Civita-jurist Torstein U mener i et innlegg i DN vedrørende Arbeidstid rapport at utvalget for endringer.

Jeg må prøve å bistå med litt faktakunnska

Børselskapene trenger ikke lenger å rapportere hvert kvartal. Men for de fleste vil det lønne seg, hevder Thomas Nielsen, Teodor Sveen-Nilsen og André Baustad Benonisen Prydz.

## Lønnsomme kvartalsrapporter



STYREMÅT: Finansdepartementet har opplyst kravet om kvartalsrapportering, og styrene i Oslo Børs-noterte selskaper må nå ta stilling til om de vil gå over til halvårlig rapportering.

Fra første kvartal 2017 holder det å rapportere halvårlig for selskaper notert på Oslo Børs.

Norske Finansanalytikers Forening (NFF) gjennomførte en omfattende undersøkelse da diskusjonen om en lovendring først ble kjent. Den viste at bare 10 prosent av norske investorer støtter redusert rapporteringsfrekvens, mens hele 78 prosent av finansdirektørene gjerne rapporterer sjeldnere.

Vi mener dette er et styrespørsmål, og at hensynet til eierne bør veie tyngst.

De viktigste argumentene for hyppig rapportering går på risikoreduksjon og rettferdig prising.

- Investorer er mer villige til å investere dersom de får hyppigere informasjon.
- Hyppigere rapportering gir lavere volatilitet, noe som påvirker prisingen av aksjer positivt.
- Hyppigere rapportering reduserer risikoen for asymmetrisk informasjon i markedet og ulovlig insidehandling.

Flere akademiske studier har konkludert med at hyppigere rapportering reduserer kapitalkostnaden til noterte selskaper og fører til høyere prising.

Forklaringen ligger i kapitalvidenskjellen, som viser sammenheng mellom forventet avkastning og risiko i en aksje. Beta står her for den systematiske risikoen, uttrykt ved aksjens volatilitet. Om aksjen svinger mer enn markedet, vil betaværdien stige til over 1 – og avkastingskravet til investorer øker.

Kan frekvensen i rapportering påvirke svingningene til en aksje? En analyse kronikkforfatterne har gjort basert på cirka 700 observasjoner av selskaper i Storbritannia og Norge. Tidligere publisert av NFF, viser at selskaper som rapporterer kvartalsvis får et gjennomsnittlig utslag i aksjekursen på 2,9 prosent på rapporteringsdagen. Til sammenligning er utslaget 3,6 prosent for selskaper som bare rapporterer hvert halvår – altså 24 prosent høyere for sistnevnte.

Analysen er lenge tid det går med å undersøke rapportering. Jo større blir informasjonsgapet som skal utlignes i markedet. Desto større er også risikoen for asymmetrisk informasjon.

Analysen er lenge tid det går med å undersøke rapportering. Jo større blir informasjonsgapet som skal utlignes i markedet. Desto større er også risikoen for asymmetrisk informasjon.



TVETTER FOR RAPPORTERING: Thomas Nielsen

prosent økt beta mot 24 prosent større kursutslag (nevnte analyse), kan vi regne oss frem til verdien av å rapportere kvartalsvis ved hjelp av Gordons vektformel.

La oss illustrere dette med et eksempel, hvor vi setter risikofri rente til 1,15 prosent og risikopremien til 5 prosent.

To selskaper har begge årlig fri kostonstrøm på 160 millioner kroner (tilsvarende gjennomsnittet på Oslo Børs og Axsos), en årlig vekst på 2 prosent og null gjeld. Det ene selskapet rapporterer kvartalsvis og har en betaværdi på 1, mens det andre rapporterer halvårlig og har en beta på 1,12. Da vil fordeljellen i verdi være 490 millioner kroner, og selskapet med lavest beta vil ha en markedsverdi som er 14 prosent høyere.



(tv.), Teodor Sveen-Nilsen

Basert på samme modell. Om det koster selskapene mindre enn 20 millioner kroner ekstra i året å rapportere kvartalsvis enn halvårlig, bør de dermed ut fra økonomiske hensyn publisere kvartalsrapporter.

Vi tør sympot for at finansdirektørene finner kvartalsrapportering krevende.

Vi merker oss imidlertid at Folketrygdfondet, den største institusjonelle investoren på Oslo Børs, er kritisk til forslaget om redusert krav til rapportering (innlegg i DN 18. mai 2016). Argumentet om at rapportering er ressurskrevende, svekkes av utviklingen av nye og mer effektive regnskaps- og rapporteringsverktøy, mener fondet, og det oppfordrer selskapene til å fortsette



André Baustad Benonisen Prydz.

med kvartalsrapporter. Der må vi si oss enige. I vår digitale tidsskrift er det lettere enn noensinne å automatisere rapporteringsprosesser og oppnå bred distribusjon.

I sum handler dette om kapitalmarkedets effektivitet, som er både myndighetenes, børsens, utstederens, investorens og det norske samfunnets interesse å opprettholde.

Vi mener det vil lønne seg å fortsette med kvartalsrapportering for de aller fleste selskapene på Oslo Børs.

Thomas Nielsen, forvalter i Odin Teodor Sveen-Nilsen, analytiker i Swedbank André Baustad Benonisen Prydz, rådgiver i Crux Advisers

DN 18. mai 2016



