



Beskrivelse av hvordan OTC-systemet fungerer

1. Hvordan fungerer OTC-systemet for meglerne?

OTC-systemet er et informasjonssystem for unoterte aksjer, og må ikke forveksles med en børs. I korthet fungerer systemet slik at meglerne legger inn kjøps- og salgsinteresser i systemet dersom de har kunder som ønsker å kjøpe eller selge aksjer i et selskap på OTC-listen. Andre meglere kan se disse interessene på sitt skjermbilde og kan ta telefonisk kontakt med megleren for avtale om en eventuell transaksjon dersom han/hun har en kunde som har en inngitt en motsvarende ordre. Dersom handel kommer i stand, skal kjøpende megler melde inn transaksjonen i systemet. Den høyeste kjøpsinteresse (kurs) og den laveste salgsinteresse (kurs), samt faktiske omsetningskurser offentliggjøres fortløpende i systemets åpningstid dvs. kl. 09.00 -16.30. Flere informasjonsdistributører abonnerer på kursinformasjonen slik at interesserte kan følge med i utviklingen av priser på unoterte aksjer gjennom dagen. I tillegg blir sluttkurser offentliggjort i en del aviser og på vår hjemmeside (daglig kl.16.30).

Meglerne er ikke bundet til å gjennomføre handel til den indikerte kjøps- eller salgskursen som han/hun har lagt inn i systemet. Likeledes er ikke meglerne bundet til å handle med den megleren som står "øverst på listen" når flere meglere har lagt inn en interesse i samme selskap til samme kurs. I så måte skiller systemet seg fra en børs, hvor meglerne er bundet av de kurser som legges inn i børsens handelssystem og hvor det skjer en automatisk matching etter fastsatte prioriteringsregler. Etter at en handel er gjennomført har som nevnt kjøpende megler plikt til å melde transaksjonen i systemet. Selgende megler har plikt til å kontrollere at kjøpende megler melder transaksjonen. En eventuell unnlattelse av å melde transaksjonen fører automatisk til et gebyr på kr. 5000.

2. Hvordan fungerer meldingssystemet for selskapene?

En god del av selskaper på OTC-listen har inngått en avtale hvor selskapet forplikter seg til å legge ut regnskapsinformasjon og annen kursrelevant informasjon. Det er selskapet selv som legger ut informasjonen. Enkelte medier benevner selskaper som har inngått avtalen for "A-selskaper" og de øvrige for "B-selskaper". I presentasjoner av OTC-listen har disse medier delt listen i henholdsvis "A-liste" og "B-liste". Når et selskap har lagt inn informasjon i systemet, vil det på meglernes skjermbilde komme et utropstegn etter selskapets navn og nyheten kan leses ved å klikke en egen link på det skjermbilde han/hun bruker ved innleggelse av interesser. Under denne linken ligger også all informasjon selskapet tidligere har lagt ut. Informasjonsdistributører kan også få denne informasjonen i en egen feed, men det er ulik praksis på hvorledes denne informasjonen blir presentert. Et eksempel er www.hegnar.no hvor man på listen over OTC-selskapene kan klikke på selskapsnavnet og finne nyheter fra den siste måneden.

På Norges Fondsmeglerforbunds (NFMF) hjemmeside (www.nfmf.no) er nyhetene presentert kronologisk. Det finnes to linker; en til de 20 siste nyheter og en link til nyhetsarkivet. Den enkleste måten å søke etter eldre meldinger er å bruke linken til nyhetsarkivet og videre bruke søkefunksjonen under redigermenyen hvor man skriver inn selskapets "ticker" eller selskapets navn.

Den avtalebaserte informasjonsplikten til OTC-selskapene skiller seg fra den lovbestemte informasjonsplikten som de børsnoterte selskaper er underlagt. Informasjonsplikten er mer

omfattende og spesifikk når det gjelder de børsnoterte selskaper. For eksempel har de børsnoterte selskaper plikt på seg til å utarbeide og offentliggjøre kvartalsregnskap. OTC-selskapene har ikke plikt til å utarbeide kvartals- eller delårsrapporter, men dersom de gjør det så skal slike rapporter offentliggjøres. Et annet eksempel er definisjonen av "kursrelevant informasjon". For OTC-selskapet er dette informasjon som må ansees "å være av vesentlig betydning for en riktig prisvurdering av aksjene i selskapet". For børsnoterte selskaper er definisjonen av "kursrelevant informasjon" knyttet til definisjonen av innsideinformasjon i verdipapirhandelloven hvor det ikke er et vilkår at informasjonen skal være av "vesentlig betydning".

Dersom man ikke finner selskapets årsregnskap (eller andre delårsmeldinger) i nyhetsarkivet så behøver ikke dette være brudd på informasjonsplikten. Grunnen kan for eksempel være at det er et nystiftet selskap eller et selskap stiftet etter 1. juli året før. En annen årsak kan være at selskapet har kommet på OTC-listen etter at regnskapet er avgitt. I så fall kan man sjekke om regnskapet finnes på selskapets hjemmeside.

Meglerne har som nevnt tilgang til all informasjon som selskapene har lagt inn i OTC-systemet. Denne informasjonen vil kunne være sentral i forhold til meglernes rådgivning overfor kunder. Mangelfull informasjon vil føre til forsiktighet mht. rådgivning. Uten aktiv rådgivning fra meglere vil selskapets aksjer bli mindre likvide. Økt likviditetsrisiko fører normalt til lavere kurser fordi investorer vil ha "kompensasjon" for økt risiko i form av lavere kurser.

3. Hvordan kommer et selskap på OTC-listen?

Det er ikke selskapene selv som søker om registrering på OTC-listen. Anmodningen skal komme fra et meglerforetak. Meglerforetakenes anmodning har sin bakgrunn i deres kunnskap om hvilke selskaper investorer er interessert i og om omsetningen av aksjene i selskapet har et omfang eller vil få et omfang som gjør det interessant for markedets aktører.

Det gjelder visse krav til selskapets levetid (normalt ett år), markedsverdi (normalt mer enn NOK 20 mill.) og antall aksjonærer utenom ledelse og gründere (normalt mer enn 50). Det gis lettest dispensasjon fra kravet til selskapets levetid. Slike dispensasjoner gjelder imidlertid ofte selskaper som overoppyller kravene til markedsverdi og antall aksjonærer. Videre er det fra 2002 stilt som betingelse at selskapet inngår avtale om å bruke meldingssystemet til videreformidling av kursrelevant informasjon.

4. Når fjernes et selskap fra OTC-listen?

Selskaper som blir tatt opp på Oslo Børs fjernes automatisk fra listen. Selskaper som blir kjøpt opp fjernes hvis oppkjøpende selskap oppnår en eierandel på mer enn 90 pst., men det kreves at oppkjøpende selskap anmoder om dette. Selskapet kan også bli fjernet etter anmodning fra selskapet selv. Det kreves da at anmodningen om fjerning har vært behandlet av selskapets generalforsamling og at vedtaket har oppnådd 2/3 flertall. Selskaper som går konkurs fjernes når selskapets aksjer nulles i VPS.

Selskaper hvor det kun er sporadisk handel, blir ikke fjernet fra OTC-listen. Det angis i OTC-listen som presenteres i media antall dager siden sist omsetning. Grunnen til at slike selskaper ikke blir fjernet, er at man da i så fall fjerner en viktig informasjon; nemlig hvilken likviditet det er i aksjen. Dessuten hender det at det oppstår fornyet interesse for aksjer som det har vært liten omsetning i over en viss periode.

Selskaper som ikke overholder den avtalebaserte informasjonsplikten kan også risikere å bli fjernet fra listen.

Grunnen til at man er restriktiv med å fjerne selskaper fra listen, er at dette rammer selskapets aksjonærer fordi aksjene da blir vanskeligere å omsette.

5. Reguleringen av markedet for unoterte aksjer

Omsetningen av unoterte aksjer er ikke uregulert. Hvilke rettsregler som gjelder, er nærmere beskrevet i dokumentet om regulering av OTC-markedet "Reguleres det uregulerte?"

For *meglerforetakene* foreligger det ikke vesentlige forskjeller i det regelverk som styrer disse foretakenes virksomhet med hensyn til handel og rådgivning knyttet til børsnoterte og unoterte aksjer. Verdipapirhandelloven og standarder for forretningsskikk skiller ikke mellom børsnoterte og unoterte aksjer. I forhold til ikke-profesjonelle investorer vil det imidlertid være en utvidet veiledningsplikt.

For *investorene* gjelder det noe mildere atferdsregler. Forbudsbestemmelsene i verdipapirhandelloven mot innsiddehandel og markedsmanipulasjon gjelder ikke handel med unoterte aksjer, men slik handel kan rammes av andre bestemmelser i verdipapirhandelloven og i straffeloven. Videre gjelder ikke meldepliktsreglene i verdipapirhandelloven dvs. bestemmelsene som pålegger primærinnsidere å offentliggjøre sine handler og bestemmelsene som pålegger aksjonærer å flagge når de kjøper seg over eller selger seg under en flaggeterskel (5 pst., 10 pst., 20 pst., 33 pst., 50 pst., 67 pst. og 90 pst.). Bestemmelsene om tilbudsplikt gjelder heller ikke, dvs. bestemmelsene som pålegger en aksjonær å fremme tilbud om utløsning av de øvrige aksjonærene dersom han/hun erverver mer enn 40 pst. av stemmene i selskapet.

Investorenes selvstendige undersøkelsesplikt vedrørende de selskaper de investerer i vil være noe utvidet fordi investorene beveger seg inn i et marked der relevant informasjon normalt vil være noe vanskeligere tilgjengelig.

For *selskapene* gjelder som nevnt mindre stramme krav til selskapenes løpende informasjon overfor aksjonærer og markedet i sin alminnelighet. For de selskaper som har inngått avtale om bruk av meldingssystemet, vil forholdet være noe annerledes. Selskaper som har søkt børsnotering har en utvidet opplysningsplikt. De fleste selskapene på OTC-listen er norske allmennaksjeselskaper eller aksjeselskaper. Disse reguleres av norsk selskapslovgivning og regnskapslovgivning. Utenlandske selskaper på OTC-listen er regulert av sitt hjemlands lovgivning.

6. Kontroll og tilsyn

Meglerforetakene er underlagt tilsyn av Kredittilsynet, og dette tilsynet gjelder også omsetning av unoterte aksjer. NFMF som administrerer og driver OTC-systemet gjennom datterselskapet Fondsmeglernes Informasjonstjeneste AS (FINFO), kontrollerer at meglerne overholder de handelsregler som er fastsatt for rapportering av transaksjoner.

Videre kontrollerer NFMF at selskapene overholder den avtalebaserte informasjonsplikten. Kontrollen skjer på en annen måte enn i børsmarkedet. De børsnoterte selskapers informasjonsplikt er nedfelt i offentlig regulering og børsen har blitt tillagt myndighet til strenge sanksjoner. Børsen har en stor stab av personer samt elektronisk utstyr for kontinuerlig overvåking av markedet og markedets aktører.

NFMF's kontroll i OTC-markedet skjer ved at vi "følger markedet" hver dag og at vi foretar periodiske kontroller på at regnskaper og annen relevant informasjon er lagt ut i meldingssystemet. Dersom regnskap ikke er lagt ut, vil selskapet bli påminnet og erfaringene hittil er at informasjonen kommer nokså umiddelbart. Meglerne som bruker OTC-systemet er også en del av vårt kontrollapparat. Det følger av verdipapirhandelloven og Forbundets etiske normer at meglerne plikter å gi kunder relevant og god rådgivning. Meglerne må kunne fremskaffe det best mulige beslutningsgrunnlag i samarbeid med kunden. Meglerne må sjekke hvilken informasjon selskapet har meldt inn i OTC-systemet, dersom rådgivningen skulle gjelde et selskap som megleren kjenner lite til eller som handles sjeldent. Hvis meglerne antar at et selskap ikke har overholdt informasjonsplikten, skal megleren melde fra til oss slik at vi kan undersøke saken nærmere.

Vår oppfatning er at man også har et meget effektivt overvåknings- og sanksjonssystem ved siden av vår egen administrative overvåkning, nemlig markedet selv. Selskaper som ikke gir adekvat informasjon til markedet eller som ikke overholder informasjonsplikten får liten oppmerksomhet hos meglere og investorer. Det blir få handler i selskapets aksjer og kursene blir lavere enn de ellers kunne ha vært. Det blir da dyrere for selskapet å hente inn ny kapital i markedet.

NFMF har avtalebaserte sanksjonsmidler overfor selskaper som ikke overholder informasjonsplikten. Avhengig av regelbruddets hyppighet og grovhet kan selskapene bli ilagt advarsel, overtredelsesgebyr (oppad begrenset til tre ganger årsavgiften) og/eller suspensjon av brukertilgang.

Anvendelse av privatrettslige sanksjonsmidler er ikke underlagt forvaltningslovens bestemmelser om saksbehandling og offentlighet, slik anvendelse av sanksjonsmidler overfor børsnoterte selskaper er.

Vår "policy" er for øvrig å veilede selskaper vedrørende informasjonsplikten. Selskapene på OTC-listen er stort sett små og de fleste har ingen IR-avdeling slik de børsnoterte selskaper har. IR-funkjonen blir stort sett ivaretatt av en enkelt person som har andre administrative eller operative oppgaver som hovedområde.