

Terra-saken

Vi opplever ofte at skandaler i næringslivet leder til ny lovgivning. Allerede i den første norske aksjeloven fra 1910 var en rekke bestemmelser et resultat av bredt omtalte tilfeller av kreditorsvik. Et annet eksempel er amerikanske Sarbanes-Oxley Act (Sox) fra 2002, som var en konsekvens av Enron-skandalen. Sarbanes-Oxley Act har igjen ledet til EuroSox fra 2006, som er en felles betegnelse på to direktiver om selskapsstyring og regnskapsrapportering.

I den såkalte Terra-saken har vi en motsatt situasjon. Skandalens omfang ble kjent omtrent samtidig med at nye regler om investorbeskyttelse trådte i kraft den 1. november 2007, se verdipapirhandelloven 29. juni 2007 nr. 75. Som følge av MiFID-direktivet (2004/39/EF) er tidligere krav til god forretningsskikk presisert og utvidet. Videre er det innført konsesjonsplikt for investeringsrådgivning. Tilsynelatende var altså lovgiver i forkant av skandalen.

Terra-saken gjelder verdipapirforetaket Terra Securities ASA som formidlet salg av finansielle produkter til norske kommuner. Flere av produktene hadde høy risiko. Risikoen gjaldt både et garantiement og en mulighet for at investerte midler kunne gå tapt. Høy lånefinan-

siering gjorde at relativ små endringer i den underliggende obligasjonsporteføljen fikk store utslag for investor. Porteføljen var dessuten konstruert slik at nedsidene var betydelig større enn oppsidene. Sammenlignet med andre finansielle instrumenter fikk kommunene dårlig betalt for den risiko de tok. Dertil kommer at informasjonen til kommunene etter Kredittilsynets oppfatning var mangelfull. Elementet av risiko var tonet ned i det norske prospektet. I det engelske prospektet fremgikk risikoen noe klarere, men også dette var formulert slik at Kredittilsynet fant meningsinnholdet utilgjengelig for andre enn personer som daglig arbeider med slike produkter. Dertil kommer at noen kommuner først mottok det engelske prospektet i etterkant av tegningen.

Disse forhold medførte at Kredittilsynet den 27. november 2007 varslet om tilbakekall av verdipapirforetakets konsesjon. Dagen etter ble det åpnet konkurs i Terra Securities ASA. Kommunene ser ut til å tape flere hundre millioner kroner.

Denne type «råsalg» var åpenbart ulovlig også under verdipapirhandelloven fra 1997. Kredittilsynets varsel bygger på at Terra Securities ASA hadde foretatt alvorlige og systematiske overtredelser av

god forretningsskikk. Ettersom overtredelsene ble foretatt før 1. november 2007, er det verdipapirhandelloven fra 1997 § 9-2 som ligger til grunn for tilsynets varsel.

Er reglene i den nye verdipapirhandelloven om investorbeskyttelse bedre egnet til å forbygge slike forhold? Det nye kravet til konsesjon for investeringsrådgivning vil holde klart useriøse aktører borte fra markedet. Imidlertid er det nærliggende at Terra Securities ASA i utgangspunktet ville fått slik konsesjon. Tilsynelatende var dette en stor og seriøs aktør hvis virksomhet og rutiner var gjenstand for oppmerksomhet og kontroll. Dessuten var morselskapets eiere, en rekke sparebanker, samfunnstøtter i ordets egentlige betydning. Av den grunn er det primært lovens regulering av salgssituasjonen som eventuelt kan forebygge mot nye «Terra-skandaler».

Verdipapirhandelloven og tilhørende forskrift pålegger verdipapirforetakene å gruppere kunder. Man skal dele opp i ikke-profesjonelle kunder, profesjonelle kunder og kvalifiserte motparter. Lovens preseptoriske krav til god forretningsskikk ved investeringsrådgivning svekkes på en skala fra først nevnte til sist nevnte kundegruppe. I forhold til vår sak er det verdt å merke seg at «offentlige myndigheter» er definert som kvalifiserte motparter, se verdipapirhandelloven § 10-14 andre ledd nr. 4. Til tross for lovens ordlyd er det imidlertid presisert i forarbeidene at kommuner ikke omfattes. I etter-

tid fremstår departementets presisering her som svært klarsynt.

Konsekvensen er at dagens lovgivning ville pålagt Terra Securities ASA å foreta en egnethets- og hensiktsmessighetstest ved investeringsrådgivningen. Et verdipapirforetak skal vurdere om kunden har nødvendig erfaring og kunnskap til å forstå risikoen forbundet med produktet. Videre skal det vurderes om denne type produkter er egnet for vedkommende kunde. Er investeringen uhensiktsmessig og kunden uegnet, har verdipapirforetaket en frarådingsplikt.

Verdipapirhandellovens nye regler om god forretningsskikk gir, sammen med øvrige nyskapinger i loven, klarere rammer for verdipapirforetakenes investeringsrådgivning og salg. I hvilken grad reglene og deres intensjon vil bli fulgt opp i verdipapirforetakenes daglige virke, beror imidlertid også på at det etableres en kultur for regeloppfyllelse, såkalt «compliance». I senere år har en rekke foretak ansatt «compliance officers». Dette er en stilling som ofte besettes av jurister. Den dynamikk som oppstår ved verdipapirforetakenes utstrakte bruk av provisjonsbasert lønn, skaper imidlertid ofte en spenning mellom «compliance» og salg. De dramatiske konsekvensene av Terra-saken kan medføre at juristene som jobber med «compliance», får en styrket posisjon internt i foretaket. Dette kan i neste omgang forebygge mot tilsvarende skandaler.

Filip Truyen